Les
PUBLICATIONS
DU QUÉBEC

Commission des valeurs mobilières du Québec

Rapport d'activités 1985-1986

Québec

Le contenu de cette publication a été rédigé
par la Commission des valeurs mobilières du Québec.

Cette édition a été produite par Les Publications
du Québec.

Dépôt légal — 2e trimestre 1987
Bibliothèque nationale du Québec
ISBN: 2-551-08887-9
ISSN: 0823-2032

© Gouvernement du Québec

Monsieur Pierre Lorrain
Président de l'Assemblée nationale
Hôtel du Gouvernement
Québec

Monsieur le Président,

J'ai l'honneur de vous transmettre le rapport d'activités de la Commission des valeurs mobilières du Québec pour l'exercice qui a pris fin le 31 mars 1986.

Ce rapport rend compte de l'ensemble des activités de la Commission et contient de nombreux renseignements d'intérêt public.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de mes sentiments les meilleurs.

Le ministre délégué aux Finances
et à la Privatisation

Pierre Fortier

Québec, mars 1987

Note: Au cours de l'exercice 1985-1986, les ministres suivants ont été responsables de l'application de la Loi sur les valeurs mobilières: M. Yves L. Duhaime, jusqu'au 15 octobre 1985, M. Jean-Bernard Landry, à compter du 16 octobre 1985, et M. Gérard D. Levesque, à compter du 12 décembre 1985. Depuis le 20 août 1986, cette responsabilité incombe à M. Pierre Fortier, ministre délégué aux Finances et à la Privatisation.

Monsieur Pierre Fortier
Ministre délégué aux Finances
et à la Privatisation
Hôtel du Gouvernement
Québec

Monsieur le Ministre,

J'ai l'honneur de vous transmettre le rapport d'activités de la Commission des valeurs mobilieres du Québec pour l'exercice qui a pris fin le 31 mars 1986.

Ce rapport rend compte de l'ensemble des activités de la Commission et contient de nombreux renseignements d'intérêt public.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Ministre, l'expression de mes sentiments les plus respectueux.

Le président

Paul Guy

Montréal, mars 1987

Table des matières

Avant-propos 9

Introduction 11

Organigramme de la Commission 12

Partie I
Les sociétés et les porteurs de titres 13

A. Les placements 13
1. Vue d'ensemble 13
- Les actions ordinaires 13
- Les actions privilégiées 13
- Les parts 13
- Les titres d'emprunt 13
- Le prospectus simplifié 13
- Le Régime d'épargne-actions du Québec 14

2. Questions particulières 16
- Le financement de l'exploration minière et pétrolière 16
- La modification de l'Instruction générale n° Q-4 16
- **Les investissements dans l'immobilier** 16
- Les principes comptables utilisés par les banques 17
- Projet de formulaire uniforme de déclaration d'initié 17
- L'information concernant la rémunération de la haute direction 17

B. Les offres publiques 18
1. Vue d'ensemble 18
2. Questions particulières 18
- L'élaboration d'une réglementation uniforme 18

Partie II
Le marché des valeurs mobilières 19

A. Le fonctionnement du marché boursier et les organismes d'autoréglementation 19
1. Vue d'ensemble 19
2. Questions particulières 20
- La Bourse de Montréal 20
- Les chambres de compensation 20

B. Les intermédiaires 20
1. Vue d'ensemble 20
2. Questions particulières 22
- Les nouveaux venus 22
- La propriété des maisons de courtiers 22
- Le cadre normatif de l'activité des professionnels 23
- La surveillance de l'activité des professionnels 23

Partie III
Les communications 23

La promotion 25

Les publications 25

Les demandes de renseignements 25

Annexe I
Titulaires des fonctions de direction au 31 mars 1985 27

Annexe II
Avis 29

1. Les sociétés et les porteurs de titres 29
— Octroi d'options au placeur pour compte lors du placement d'actions d'une entreprise en voie de développement ou d'une société d'exploration et de mise en valeur: avis du 23 août 1985 29
— Assujettissement à la Loi sur les valeurs mobilières du placement de parts de fonds communs de placement par les sociétés d'assurance-vie: avis du 1er novembre 1985 29
— Retard à donner les avis à la suite de placements privés: avis du 14 mars 1986 29
— Omission dans le prospectus provisoire de renseignements connus: avis du 14 mars 1986 30

2. Le marché des valeurs mobilières 30
— Actions négociées sur le marché hors cote: avis du 25 octobre 1985 30

3. Le fonctionnement de la Commission 30
— Programme de stages d'avocats ou de comptables: avis du 21 mars 1986 30

Annexe III

Décisions 31

1. Les sociétés et les porteurs de titres **31**
   - L'appel public à l'épargne **31**
     - Affaire Kruger Inc. **31**
     - Affaire Société d'exploration minière Mazarin Inc. **34**
     - Affaire Société en commandite Cache-Somerville **37**
     - Affaire Société en commandite Centre Marina **40**
     - Affaire Les Restaurants Sportscène Inc. **41**
     - Affaire Société en commandite Héva 1985 et Les Entreprises d'exploration New Goldcore Ltée **42**
   - Régimes particuliers **45**
     - Options sur contrats à terme **45**
   - L'information continue **53**
     - Dispense provisoire des déclarations d'initiés dans le cas des sociétés étrangères inscrites à la Division internationale de la Bourse de Montréal **53**
   - Offres publiques **53**
     - Affaire Québécair **53**
     - Affaire Innocan **57**
     - Affaire Groupe Pharmaceutique Focus Inc. **59**
     - Affaire Lignes aériennes Canadien Pacifique, Limitée **60**

2. Le marché des valeurs mobilières **62**
   - L'inscription **62**
     - Affaire Pope & Company et Canelco Services Limited **62**
     - Affaire Jacques Forget et Publifor Inc. **64**
   - Les mesures conservatoires 74
     - Affaire Hampstead Energy International Inc. et Marc Joseph Schafer**74**
   - Les organismes d'autoréglementation **75**
     - Reconnaissance et agrément de bourses de valeurs aux fins de la Loi sur les valeurs mobilières et du Règlement **75**

3. Le fonctionnement de la Commission **76**
   - Règles de déontologie propres aux personnes qui exercent leurs fonctions sur une base temporaire **76**
   - Règles de déontologie applicables aux membres de la Commission et de son personnel **77**

Annexe IV

Statistiques sur l'activité des services de la Commission 79

1. Direction de l'information **79**
2. Direction de l'encadrement du marché **80**
3. Direction des affaires juridiques **81**
4. Service des communications **81**
5. Décisions de la Commission **81**

Avant-propos

L'exercice clos le 31 mars 1986 a vu un accroissement marqué de l'activité pour les différents services de la Commission. Qu'il s'agisse des prospectus, des états financiers, des inscriptions de courtiers et de conseillers, des enquêtes, la Commission a dû faire face à une charge de travail nettement plus lourde qu'au cours de l'exercice précédent.

Cet accroissement de la charge de travail tient à divers facteurs, parmi lesquels il convient de mentionner la vigueur des marchés financiers, le succès du Régime d'épargne-actions, le décloisonnement des institutions financières et l'intérêt grandissant des Québécois pour les valeurs mobilières.

Les ressources de la Commission n'ayant pas connu la même croissance que sa charge de travail, nous avons dû demander à notre personnel un surcroît d'efforts afin d'accomplir la mission que le législateur a confiée à la Commission.

Introduction

La structure

La Commission des valeurs mobilières du Québec a été créée en 1955 par l'Assemblée nationale; elle a été continuée par la nouvelle Loi sur les valeurs mobilières.

La Commission a pour mission de favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs tout en assurant la protection des épargnants. Elle régit l'information que les sociétés qui font publiquement appel à l'épargne, doivent donner à leurs porteurs de titres et au public. Elle doit aussi encadrer l'activité des professionnels du marché des valeurs, des associations qui les regroupent et des organismes chargés d'assurer le fonctionnement d'un marché de valeurs mobilières. Cet organisme relève du ministre délégué aux Finances et à la Privatisation.

La Commission

La Commission est composée de sept membres, dont le président, M. Paul Guy, et deux vice-présidents, M. Roland Côté et M. Maurice Cusson, qui exercent leurs fonctions à temps plein. Les autres membres de la Commission sont en 1985: M. Harry J.F. Bloomfield, M. Pierre Dussault, M. Gilles Nadeau et M. Henri-Paul Nadeau. Ces derniers exercent leurs fonctions à temps partiel et proviennent des milieux des affaires, de la finance et de l'université.

Les membres de la Commission se réunissent régulièrement pour rendre des décisions sur toute affaire instruite devant elle et pour établir la politique de la Commission. Ils peuvent aussi réviser une décision prise par un membre de son personnel ou par un organisme d'autoréglementation.

L'organisation administrative

Trois directions sont chargées de l'application de la Loi.

La Direction de l'information est responsable de l'appel public à l'épargne, des offres publiques, ainsi que de l'information sur les émetteurs assujettis et sur leurs valeurs.

La Direction de l'encadrement du marché assure, quant à elle, l'inscription des courtiers, des conseillers en valeurs, ainsi que de leurs représentants. Elle s'occupe aussi des relations avec les organismes d'autoréglementation, de la surveillance du marché hors cote et du contrôle de l'activité des personnes inscrites.

Enfin, la Direction des affaires juridiques assume le rôle de conseil juridique auprès du personnel de la Commission, dirige les enquêtes et les poursuites intentées par la Commission.

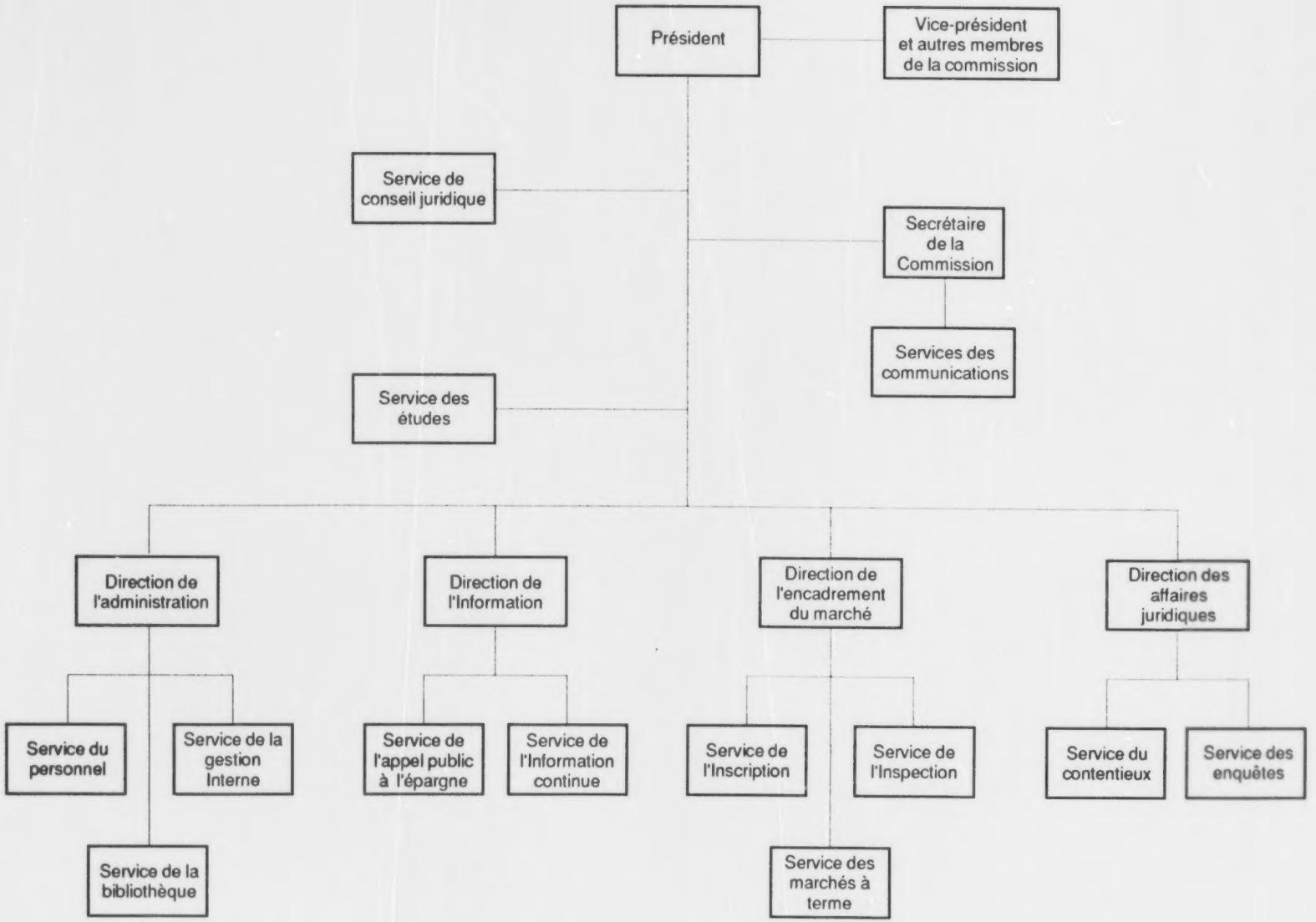
Le secrétaire de la Commission est chargé notamment des relations entre la Commission et les divers publics. Ainsi, relève de lui le Service des communications.

Le Service de conseil juridique joue le rôle de conseil juridique directement auprès des membres de la Commission.

Le Service des études reçoit des mandats de la Commission et des directions et assume notamment les recherches sur des thèmes variés, reliés au domaine des valeurs mobilières.

Les activités de soutien sont regroupées dans la Direction de l'administration. Cette direction regroupe le personnel, la gestion interne et la bibliothèque.

Organigramme de la Commission des valeurs mobilières



Partie I

Les sociétés et les porteurs de titres

A. Les placements

1. Vue d'ensemble

En 1985, la Commission a visé des prospectus pour le placement de 290 émissions[1], par rapport à 172 en 1984. Cette croissance importante du nombre d'émissions s'est reflétée également au niveau de la valeur totale des émissions, laquelle a atteint 12,114 milliards de dollars, comparativement à 6,755 milliards de dollars en 1984, soit une progression de près de 80 %. Les épargnants du Québec ont souscrit 18,8 % de ces émissions en 1985, soit une somme de 2,28 milliards de dollars, en hausse de plus de 90 % par rapport à l'an dernier où ils avaient souscrit 17,3 % des émissions, représentant une somme de 1,17 milliard de dollars.

Les actions ordinaires

L'importance des actions ordinaires relativement aux autres types de valeurs, contraste avec la chute marquée survenue en 1984. En effet, leur part dans l'ensemble des émissions, après avoir été de 6,6 % en 1984, se retrouve à 17,6 % en 1985. Cette croissance s'explique notamment par la bonne performance des marchés boursiers. La valeur moyenne des émissions a passé de près de 13 millions de dollars en 1984 à plus de 30 millions de dollars en 1985. Les épargnants du Québec ont souscrit à peu près la même proportion d'actions ordinaires en 1985 (32,7 %) qu'en 1984 (30,1 %). La souscription d'unités composées principalement d'actions ordinaires a connu également un sommet. La valeur de ces émissions a grimpé à 1,231 milliard de dollars en 1985, représentant une croissance de 147 % par rapport à 1984. Ensemble, ces deux types de valeurs représentent environ 28 % de la valeur totale des émissions réalisées en 1985, comparativement à 14 % en 1984.

Les actions privilégiées

La valeur des émissions d'actions privilégiées, après avoir plus que doublé en 1984, a continué d'augmenter de façon importante en 1985: elle s'établit à 4,631 milliards de dollars comparativement à 3,373 milliards de dollars l'an dernier. Toutefois, la part de ces émissions par rapport à l'ensemble des émissions a fortement diminué, passant de 50 % en 1984 à 38 % en 1985. Une bonne partie de cette perte de 12 % a vraisemblablement été transférée au niveau des émissions d'actions ordinaires, celles-ci ayant réalisé un gain de 14 % dans l'année. Si l'on combine la valeur des émissions d'actions privilégiées avec celle des unités composées principalement d'actions privilégiées, l'on constate la même tendance à la baisse.

Les parts

Le nombre d'émissions de parts a augmenté de 39 % avec un effet décuplé au niveau de la valeur totale. Il y a eu une augmentation de 391 % de la valeur totale des émissions de parts, accompagnée d'une remontée de leur importance relative équivalente à 3 %. Comme pour les actions ordinaires, la valeur moyenne des émissions de parts a augmenté considérablement. De 8,7 millions de dollars en 1984, elle est passée à 21,1 millions de dollars en 1985.

Les titres d'emprunt

Même si le nombre d'émissions et leur valeur ont augmenté sensiblement, les émissions de titres d'emprunt ont connu une baisse importante relativement aux autres types d'émissions. En 1984, 26,1 % de la valeur totale des émissions placées provenait de la catégorie « emprunts ». En 1985, cette proportion est tombée à 18,3 %. En excluant les types d'émissions qui ont subi une baisse de la valeur totale placée, la catégorie des titres d'emprunt constitue celle dont la valeur placée a connu la plus faible augmentation dans l'année. Compte tenu de la forte hausse des cours boursiers en 1985, une telle situation n'a rien de surprenant.

Le prospectus simplifié

L'utilisation du prospectus simplifié a continué à prendre de l'expansion en 1985. Les émetteurs l'ont utilisé à 77 reprises au cours de l'année, par rapport à 39 en 1984. Au total, des émissions de plus de 6,6 milliards de dollars ont été placées au moyen de ce type de prospectus, dont 32 émissions

1. Le chiffre donné ne comprend pas les placements faits par les fonds communs de placement et les sociétés d'investissement à capital variable, ni les placements faits par les États et les organismes publics.

Tableau 1

Émissions placées en 1984 et 1985[1]

Valeur	Nombre d'émissions	Montant (000 $)	% de la valeur totale	% placé au Québec
Actions ordinaires	69	2 134 212	17,6	30,1
	(35)	(449 912)	(6,6)[R]	(32,7)
Actions subalternes	10	279 037	2,3	39,1
	(9)	(153 396)	(2,3)	(56,3)
Reçus de dépôt	7	24 329	0,2	84,2
	(8)	(31 743)	(0,4)	(99,2)
Actions privilégiées	57	4 630 956	38,2	15,6
	(39)	(3 372 682)	(49,7)[R]	(14,6)
Parts[3]	32	675 692	5,6	19,2
	(23)	199 585[R]	(2,9)[R]	(16,0)
Emprunts	38	2 218 531	18,3	16,1
	(21)	(1 772 531)	(26,1)[R]	(16,2)
Unités[4] composées principalement :				
• Actions ordinaires	30	1 231 192	10,2	12,0
	(15)	(498 499)	(7,3)	(9,4)
• Actions subalternes	4	108 963	0,9	100,0
	(2)	(128 000)	(1,9)	(6,2)
• Reçus de dépôts	28	55 569	0,5	59,7
	(11)	(18 502)	(0,3)	(65,9)
• Actions privilégiées	2	181 000	1,5	18,4
	(2)	(12 600)	(0,2)	(100,0)
• Parts	5	57 907	0,5	16,8
	(2)	(12 949)	(0,2)	(100,0)
• Emprunts	1	30 156	0,2	56,5
	(2)	(68 850)	(1,0)	(5,7)
• Divers	4	425 956	3,5	100,0
	(1)	(40 000)	(0,6)	(non connu)
Autres valeurs	3[5]	60 950	0,5	6,2
	(2)	(23 140)	(0,3)	(29,7)
Ensemble des valeurs	**290**	**12 114 450**	**100,0**	**18,8**
	(172)	**6 782 389[R]**	**(100,0)**	**17,3[R]**

R : Révisé.

1. Le chiffre du haut est celui de 1985 et le chiffre placé entre parenthèses est celui de 1984. Les données de 1984 relatives aux unités, aux reçus de dépôt et aux autres valeurs ont été reclassées pour permettre la comparaison avec 1985.
2. Les reçus de dépôt donnent le droit de recevoir des actions ordinaires pour les sommes dépensées à titre de frais d'exploration au Canada.
3. Cette catégorie comprend essentiellement les parts de sociétés en commandite et les parts de productions cinématographiques.
4. Les unités émises sont généralement composées principalement d'une valeur correspondant à l'un des six types de valeurs décrites plus haut. Les unités composées d'une ou de plusieurs valeurs différentes des autres types sont classées sous la rubrique « Divers ».
5. Les émissions classées sous cette rubrique consistent en des droits de souscription d'actions ordinaires, subalternes ou privilégiées.

d'actions privilégiées d'une valeur de 2,7 milliards de dollars, 21 émissions de titres d'emprunts d'une valeur de 1,6 milliard de dollars et 14 émissions d'actions ordinaires d'une valeur de 1,2 milliard de dollars.

Le Régime d'épargne-actions du Québec

Pour la première fois depuis son inauguration, la valeur des placements au Québec admissibles au Régime d'épargne-actions a franchi le cap du mil-

liard de dollars pour s'établir à 1,273 milliard de dollars, soit une augmentation de 78 % par rapport à 1984. Nous notons également une augmentation proportionnelle du nombre de placements, 85 en 1985 contre 45 en 1984.

Cette forte progression de la valeur des placements est entièrement attribuable aux placements avec prospectus qui ont connu une croissance de 250 %, 789 millions de dollars en 1985 pour 76 placements. La valeur des placements par prospectus est répartie assez également entre les trois grands groupes de sociétés présentés selon leur actif.

Les sociétés en voie de développement, dont l'actif se situe entre 2 et 25 millions de dollars, ont profité pour la dernière année des avantages supplémentaires que leur offre le Régime d'épargne-actions. En 1985, 49 sociétés en voie de développement, dont 40 en étaient à leur premier appel public à l'épargne, ont réalisé 52 placements avec prospectus pour une valeur totale de 262 millions de dollars. Ces chiffres marquent une nette progression par rapport à 1984. Ainsi, le nombre et la valeur des placements ont plus que doublé au cours de la dernière année. Nous notons également une augmentation importante, tant en nombre qu'en valeur, pour toutes les autres catégories de sociétés.

Dans le cas des placements sans prospectus, par l'intermédiaire de plans de réinvestissement de dividendes ou de souscription d'actions, on observe une certaine stabilité qui contraste nettement avec la hausse de 250 % dans le cas des placements avec prospectus. La valeur des placements ainsi réalisés se chiffre à 484 millions de dollars comparativement à 488 millions en 1984, ce qui représente seulement 38 % de l'épargne collectée par l'entremise du Régime d'épargne-actions alors qu'en 1984 le rapport s'établissait à près de 70 %.

La presque totalité de ces 484 millions de dollars a été collectée par les quatre sociétés qui ont recueilli le plus de fonds par ce moyen: Entreprises Bell Canada, la Banque Royale du Canada, la Banque de Montréal et Canadien Pacifique Limitée qui, pour la première année, offrait un plan de réinvestissement de dividendes et de souscription d'actions.

Cette stabilité dans la valeur placée confirme l'impact de la modification aux règles du Régime d'épargne-actions réduisant de 75 % à 50 % de la valeur des titres la déduction fiscale permise pour sept des huit sociétés comparables, en sorte que le stimulant fiscal était moindre que l'an dernier.

Par contre, si nous isolons l'ensemble des placements des sociétés dont l'actif est supérieur à 1 milliard de dollars, nous constatons qu'ils représentent plus de 50 % de la valeur totale des placements. Toutefois il faut considérer que les placements avec prospectus des sociétés importantes ont un attrait particulier pour les institutions financières qui, elles, ne sont pas autorisées à réclamer une déduction.[1]

1. Les chiffres du tableau II ne considèrent que la part des émissions admissibles au Régime d'épargne-actions qui a été placée au Québec, sans tenir compte du fait que les actions ont été ou non incluses dans un Régime d'épargne-actions.

Tableau II

Placements au Québec d'actions admissibles au Régime d'épargne-actions en 1984 et 1985[1]

Sociétés	Placements avec prospectus		Plans de réinvestissement de dividendes et de souscription d'actions		Ensemble des placements	
	Nombre de placements	Montant (000 $)	Nombre de placements	Montant[2] (000 $)	Nombre de placements	Montant (000 $)
Actif supérieur à 1 000 000 000 $	8	243 937	8	459 035	16	702 972
	(3)	(38 828)	(7)	(475 967)	(10)	(514 795)
Actif compris entre 25 000 000 $ et 1 000 000 000 $	12	267 702	1	25 000	13	292 702
	(8)	(81 576)	(1)	(12 000)	(9)	(93 576)
Actif compris entre 2 000 000 $ et 25 000 000 $	52	261 515	—	—	52	261 515
	(22)	(106 059)	—	—	(22)	(106 059)
Autres sociétés	4	15 588	—	—	4	15 588
	(4)	(2 020)	—	—	(4)	(2 020)
Ensemble des sociétés	**76**	**788 742**	**9**	**484 035**	**85**	**1 272 777**
	(37)	**(228 483)**	**(8)**	**(487 967)**	**(45)**	**(716 450)**

1. Le chiffre du haut est celui de 1985 et le chiffre placé entre parenthèses est celui de 1984.

2. Valeurs estimatives.

2. Questions particulières

Le financement de l'exploration minière et pétrolière

Au cours des dernières années, de nouvelles techniques de financement de l'exploration minière ou pétrolière sont apparues. En vue de faire bénéficier d'éventuels investisseurs de déductions fiscales particulières au domaine de l'exploration minière ou pétrolière, de générer une croissance des capitaux à long terme et d'accroître la liquidité des fonds investis dans l'exploration, la formule des sociétés en commandite a été jumelée à celle des sociétés d'investissement à capital variable.

Dans un premier temps, un épargnant est invité à souscrire en qualité de commanditaire une ou plusieurs parts d'une société en commandite dont les activités se limitent à conclure des ententes d'exploration avec des sociétés minières ou pétrolières ouvertes. En contrepartie des fonds avancés, la société en commandite acquiert des actions accréditives de ces sociétés d'exploration; ces actions sont émises à des prix supérieurs à leur cours en raison des déductions fiscales. Le recours à la société en commandite permet donc aux commanditaires de bénéficier eux-mêmes de déductions fiscales rattachées aux frais d'exploration admissibles engagés par les sociétés d'exploration ouvertes.

Dans un deuxième temps, l'actif de la société en commandite, alors essentiellement constitué d'actions accréditives, est échangé en contrepartie de toutes les actions d'une société d'investissement à capital variable préétablie à cette fin et n'ayant eu aucune activité antérieure. Dans les jours qui suivent cette opération, la société en commandite est dissoute et son actif net, composé des actions de la société d'investissement à capital variable, est distribué aux commanditaires avec report d'impôt.

Dans d'autres cas, le processus suivi est similaire en partie à celui que nous avons décrit, sauf en ce qui concerne le transfert de l'actif de la société en commandite à une société d'investissement à capital variable. Lors de la dissolution de la société en commandite, les commanditaires reçoivent directement un intérêt indivis dans les actions des sociétés d'exploration ouvertes qui seront émises à la société en commandite. Cet intérêt indivis est alors cédé aux sociétés d'exploration avec lesquelles la société en commandite avait conclu des conventions d'exploration en échange d'un nombre d'actions ordinaires de ces sociétés d'exploration équivalant à cet intérêt indivis.

La modification de l'Instruction générale n° Q-4

Au cours de l'année 1985, en raison de difficultés d'application de certains articles de l'Instruction générale n° Q-4, la Commission a décidé de procéder à une révision de ce texte. Des précisions importantes ont été ajoutées au chapitre de la proportion des fonds à recueillir dans le cas d'une offre comportant un minimum et un maximum, de l'utilisation des fonds provenant du placement, du nombre maximum d'actions pouvant être attribuées en contrepartie de terrains miniers au promoteur et aux personnes ayant des liens avec la société, et du remboursement des frais de premier établissement.

La Commission a tenu également à préciser certaines obligations de la société minière d'exploration ou de mise en valeur qui procède au placement d'une valeur. Rappelons brièvement l'obligation de dépenser une proportion raisonnable du produit net du placement sur les terrains pour lesquels des actions ont été attribuées à un promoteur ou à des personnes avec qui la société a des liens. Il faudrait également mentionner l'interdiction pour la société de s'engager à livrer aux souscripteurs une quantité quelconque des produits de l'exploitation d'un terrain minier sauf dans le cas où le placement projeté permet d'entreprendre l'exploitation du terrain, et enfin l'obligation de justifier du prix retenu pour tout placement privé effectué dans les douze mois précédant un placement avec prospectus dans le cas où celui-ci serait inférieur au prix proposé pour le placement public.

Ces précisions ont été apportées dans le but de favoriser le financement des sociétés minières d'exploration ou de mise en valeur tout en sauvegardant la protection des épargnants.

Les investissements dans l'immobilier

Le domaine de l'immobilier offre plusieurs possibilités d'investissement et, au cours de l'année 1985-86, l'épargnant québécois avait le choix parmi diverses formules: parts de fonds communs, parts de sociétés en commandite tant pour petits que gros projets et même actions admissibles au Régime d'épargne-actions.

Les fonds immobiliers offerts au Québec sont encore au nombre de sept compte tenu du fait qu'un fonds a disparu, un autre s'est retiré de la province tandis que deux nouveaux fonds sont devenus des émetteurs assujettis. La Commission du Québec et celle de l'Ontario ont préparé un projet d'instruction générale qui réglementera le bon fonctionnement de

ces fonds. La qualité de l'administration courante des immeubles constitue un élément déterminant de l'appréciation du portefeuille et l'expérience a démontré qu'un fonds immobilier doit généralement réunir une masse importante de capitaux afin d'atteindre un niveau acceptable de diversification et d'efficacité.

Au cours de la période, plusieurs projets immobiliers ont été offerts à l'occasion de placements effectués par voie de prospectus ou avec une dispense de prospectus. Au cours de l'analyse des demandes qui lui sont soumises, la Commission applique les normes suivantes: les immeubles doivent faire l'objet d'une évaluation indépendante, les projections de revenus et dépenses devraient être établies sur des hypothèses de marché réalistes, au besoin par des experts indépendants, et la rémunération des promoteurs ne doit pas dépasser des limites acceptables. La Commission considère aussi que la grande majorité des fonds recueillis du public doit être véritablement investie, c'est-à-dire doit servir à payer l'immeuble et non les frais accessoires (« soft costs »).

Au cours de l'exercice, une société par actions spécialisée dans l'immobilier a fait publiquement appel à l'épargne par le placement d'actions ordinaires et privilégiées. Ces deux placements étaient admissibles au Régime d'épargne-actions.

Les principes comptables utilisés par les banques

La Loi sur les valeurs mobilières prévoit que les émetteurs assujettis doivent déposer et faire parvenir à leurs porteurs de titres des états financiers établis selon les principes comptables généralement reconnus. Cependant, les banques régies par la Loi sur les banques et les opérations bancaires ou la Loi sur les banques d'épargne du Québec ainsi que les compagnies d'assurance-vie titulaires d'un permis délivré en vertu de la Loi sur les assurances sont dispensées de cette obligation. Cette exception ne s'applique que dans la mesure où les états financiers sont dressés conformément aux dispositions de la loi constitutive de l'émetteur.

Les dispositions de la Loi sur les banques prévoient une dérogation aux principes comptables généralement reconnus pour les trois postes suivants:

1° la comptabilisation des pertes sur prêts;

2° le report des gains et des pertes provenant de l'aliénation de titres d'emprunt;

3° dans le cas des banques de l'Annexe A, la comptabilisation des gains et des pertes de conversion de devises.

La faillite de deux banques canadiennes a soulevé des interrogations sur la pertinence des résultats financiers présentés par les banques.

Le revenu avant impôt présenté par les banques ne peut être comparé à celui présenté par les autres institutions financières vu la divergence des principes comptables utilisés.

À l'occasion de sa comparution devant la Commission d'enquête sur les banques, présidée par le juge Estey, le président de la Commission a déclaré qu'il conviendrait que les états financiers des banques, requis par la Loi sur les banques, soient établis conformément aux principes comptables généralement reconnus.

Projet de formulaire uniforme de déclaration d'initié

Les différentes lois sur les valeurs mobilières prévoient que les initiés à l'égard d'un émetteur assujetti déclarent leur emprise sur les titres de cet émetteur. Les initiés doivent donc déposer des déclarations dans chacune des provinces et chaque province possède son propre formulaire de déclaration d'initié. L'article 174 du Règlement sur les valeurs mobilières permet à l'initié de remplacer le formulaire 1 (formulaire prévu au Règlement) par tout formulaire de contenu équivalent, à condition que celui-ci porte la signautre manuscrite de l'initié. Il en résulte donc une multitude de problèmes reliés à l'interprétation lors de la saisie des données.

De plus, les formulaires actuellement en vigueur dans toutes les provinces sont conçus pour un traitement manuel plutôt qu'informatique. Or, l'informatique constitue, de nos jours, un outil de travail indispensable et impose certaines contraintes, dont la principale est d'encadrer chacune des informations à l'aide d'une codification rigide et exhaustive dans des champs bien définis.

Un projet de déclaration uniforme à travers le Canada a donc été proposé aux autres autorités afin de résoudre les problèmes d'interprétation rencontrés par les initiés et les commissions de valeurs mobilières.

Les discussions qui se poursuivent actuellement avec l'ensemble des Commissions de valeurs mobilières nous permettront d'avoir, d'ici la fin de l'année 1986, un formulaire uniforme au Canada.

L'information concernant la rémunération de la haute direction

Depuis plusieurs années, les émetteurs nationaux faisaient face à de nombreux problèmes lorsqu'ils avaient à présenter, dans un document déposé

auprès de la Commission, un tableau de la rémunération des dirigeants. Il existait de nombreuses disparités entre les exigences des diverses provinces.

Dans le but d'uniformiser la présentation de l'information, le Québec, de concert avec l'Ontario, a conçu une réglementation uniforme qui doit être utilisée par tous les émetteurs assujettis dont l'exercice se termine après le 30 décembre 1985.

Les principales modifications sont:

1° le champ d'application: les personnes visées sont les membres de la haute direction et les administrateurs;

2° la présentation du montant de la rémunération en espèces;

3° la présentation du montant de la rémunération sous forme de plans et des autres avantages et la description des plans;

4° la description du mode normal et du montant de la rémunération des administrateurs et de toute autre rémunération versée.

Cette présentation est acceptée par les autorités en valeurs mobilières à travers le Canada.

B. Les offres publiques

1. Vue d'ensemble

Au cours de l'année 1985, 57 offres publiques ont été faites sur les titres de sociétés constituées au Canada et comptant au moins un porteur qui réside au Québec; ces offres ont donné lieu à des acquisitions d'une valeur de 1,885 milliard de dollars. L'année précédente, 31 offres publiques avaient porté sur une valeur totale équivalant au tiers seulement de celle de 1985.

Ces offres publiques ne comprennent pas les acquisitions conclues par conventions particulières avec moins de 15 porteurs ou portant sur les titres d'une société fermée.

Tableau III

Offres publiques sur les sociétés canadiennes en 1984 et 1985[1]

Nature de l'offre	Nombre d'offres	Valeur totale (000 $)
O.P.A.	27	880 610
	(18)	(266 773)
O.P.E.	14	430 537
	(7)	(45 235)
Achat ou échange au choix du porteur	4	106 925
	(1)	(18 317)
O.P.E. avec soulte	4	82 038
	(2)	(52 312)
O.P.R.	8	385 068
	(3)	(220 853)
Ensemble des offres	**57**	**1 885 178**
	(31)	**(603 490)**

1 Le chiffre du haut est celui de 1985 et le chiffre placé entre parenthèses est celui de 1984.

Les offres publiques d'achat ont représenté 46,7 % de la valeur totale des offres publiques alors qu'elles comptaient pour 44,2 % en 1984, comparativement à plus de 75 % en 1983.

Les offres publiques d'échange ont pris de l'ampleur au détriment des offres publiques de rachat, leur part de la valeur totale passant de 7,5 % en 1984 à 22,8 % en 1985.

2. Questions particulières

L'élaboration d'une réglementation uniforme

Les discussions avec les homologues des autres provinces concernant la réglementation uniforme des offres publiques se sont poursuivies pendant l'année.

Au Québec, cette réglementation uniforme a été introduite dans la Loi à l'occasion de la modification de décembre 1984. Des projets de loi apportant la même réforme ont été déposés en 1985 en Ontario, en Colombie-Britannique et en Alberta et seront vraisemblablement adoptés au cours de l'année 1986. Les dispositions nouvelles ne seront mises en vigueur au Québec qu'au moment où ces lois auront été adoptées.

Quant aux questions de la protection des porteurs des autres provinces et des mesures de défense contre les offres publiques, la Commission en poursuit l'étude avec ses homologues des autres provinces et le texte définitif des instructions générales couvrant ces matières devrait être adopté au cours de l'année 1986.

Partie II

Le marché des valeurs mobilières

A. Le fonctionnement du marché boursier et les organismes d'autoréglementation

1. Vue d'ensemble

En 1985, le volume des actions négociées sur la Bourse de Montréal a augmenté de plus de 60 % pour s'établir à 643,5 millions de titres, par rapport à 400,9 millions de titres en 1984. La progression marquée du volume ne s'est pas entièrement reflétée au niveau de la valeur des opérations: l'augmentation est en effet de 50 %, la valeur des échanges passant de 7 milliards de dollars en 1984, à 10,6 milliards de dollars en 1985.

La part de la Bourse de Montréal dans l'ensemble des marchés boursiers canadiens a légèrement régressé en 1985. Les gains significatifs enregistrés au niveau du volume d'actions négociées sur la Bourse de Montréal n'ont pas eu d'équivalent au niveau de la valeur des échanges. En fait, la part de la Bourse de Montréal en ce qui concerne le volume est passée de 8 % à 9,3 % alors que sa part en valeur est maintenant de 18,3 % comparativement à 19,4 % en 1984.

Sur le marché des options sur actions, la part de la Bourse de Montréal dans le nombre de contrats négociés au Canada a continué à augmenter, mais à un rythme beaucoup moins prononcé que dans le passé. Elle est passée de 23,8 % à 24,2 % de 1984 à 1985, augmentation modeste comparativement à celle enregistrée l'an dernier, où elle était passée de 19,8 % à 23,8 %. On observe le même scénario au niveau de la valeur des contrats négociés. De 23,2 %, la part de la Bourse de Montréal passe à 23,4 %. La valeur totale des contrats d'options sur actions négociés sur la Bourse de Montréal a atteint 124,9 millions de dollars, soit une hausse de 13 % par rapport à 1984, équivalente à la hausse enregistrée au niveau du volume.

Tableau IV

Volume et valeur des actions négociées sur la Bourse de Montréal

Période	Nombre de titres (000)	Part du marché canadien (%)	Valeur des opérations (000 $)	Part du marché canadien (%)
1er trimestre 1985	153 320	10,2	2 739 443	20,2
1er trimestre 1984	100 456	6,9	1 682 080	17,1
2e trimestre 1985	135 671	8,2	2 262 581	17,0
2e trimestre 1984	87 881	7,4	1 531 539	19,5
3e trimestre 1985	163 968	9,2	2 662 374	18,1
3e trimestre 1984	100 000	8,9	1 818 879	20,5
4e trimestre 1985	190 521	9,6	2 887 814	17,8
4e trimestre 1984	112 553	9,2	1 989 037	20,7
Année 1985	**643 480**	**9,3**	**10 552 212**	**18,3**
Année 1984	**400 890**	**8,0**	**7 021 535**	**19,4**

Tableau V

Volume et valeur des options négociées sur la Bourse de Montréal

Période	Nombre de contrats	Part du marché canadien (%)	Valeur des opérations (000 $)	Part du marché canadien (%)
1er trimestre 1985	224 780	22,2	33 511	19,5
1er trimestre 1984	190 395	22,9	26 911	20,4
2e trimestre 1985	221 282	26,8	33 607	26,5
2e trimestre 1984	149 832	22,7	21 693	23,5
3e trimestre 1985	201 751	25,1	28 679	24,5
3e trimestre 1984	246 061	26,3	41 146	28,2
4e trimestre 1985	189 083	23,1	29 065	24,7
4e trimestre 1984	160 156	22,4	20 319	19,6
Année 1985	**836 896**	**24,2**	**124 862**	**23,4**
Année 1984	**746 444**	**23,8**	**110 069**	**23,2**

2. Questions particulières

La Bourse de Montréal

Au cours de l'année 1985, la Bourse de Montréal a été chargée d'appliquer certaines dispositions du titre cinquième de la Loi; il s'agit essentiellement de l'inscription des représentants des courtiers membres de la Bourse, ainsi que de l'agrément de leurs dirigeants. Dans l'exercice des pouvoirs ainsi délégués, la Bourse a procédé à l'inscription de plus de 350 représentants au service de l'un ou l'autre de ses membres.

Les Bourses de Montréal et de Toronto ont continué de se partager les tâches pour l'agrément des dirigeants de leurs membres communs. Au cours de l'exercice, plus de 370 nouveaux dirigeants ont été ainsi agréés dans le cadre de cette entente. De ce nombre, 225 l'ont été par la Bourse de Montréal alors que 145 l'étaient par la Bourse de Toronto.

La Commission a approuvé durant son dernier exercice plus d'une trentaine de modifications des règles de fonctionnement de la Bourse de Montréal, en vertu des pouvoirs conférés par l'article 177 de la Loi.

Les chambres de compensation

Le 14 mars 1986, la Commission a reconnu la Société internationale de compensation d'options (IOCC) Inc. à titre d'organisme d'autoréglementation, selon la procédure prévue à l'article 169 de la Loi. Jusque-là, la société avait exercé son activité d'organisme d'autoréglementation en vertu des dispositions transitoires.

La société *Trans-Canada Options*, qui compense les options sur actions, a continué à exercer son activité en vertu des dispositions transitoires. Les discussions en vue de préparer sa demande de reconnaissance se sont poursuivies.

Des échanges eurent lieu avec la *National Securities Clearing Corporation*, qui entend compenser les titres négociables en devises américaines sur la Bourse de Montréal, en vue d'établir un cadre satisfaisant pour l'exercice de son activité au Québec.

Finalement, les discussions se sont poursuivies notamment avec la Caisse canadienne de dépôt de valeurs Limitée, en vue d'établir des règles de fonctionnement du marché hors cote dans le cadre prévu au paragraphe 26e de l'article 331 de la Loi.

B. Les intermédiaires

1. Vue d'ensemble

Les données statistiques sont présentées en fonction du lieu de contrôle des sociétés. En raison du caractère dynamique de cette classification, certaines sociétés peuvent faire partie de catégories différentes selon la période présentée. Pour l'échantillon retenu, la répartition est la suivante:

	Québec[1]	Autres provinces[2]	Étranger[3]
Au 31 décembre 1985	9	17	3
Au 31 décembre 1984	10	16	3

1. Sociétés dont le contrôle est détenu par des porteurs résidant au Québec.
2. Sociétés dont le contrôle est détenu par des porteurs résidant dans une autre province canadienne.
3. Sociétés dont le contrôle est détenu par des porteurs résidant à l'étranger.

Les rendements moyens des courtiers de toutes les catégories ont augmenté de façon importante en 1985, suivant en cela la tendance observée au niveau des revenus. C'est au niveau des courtiers contrôlés au Québec que la hausse du rendement moyen est la plus forte, malgré une augmentation notable de leur capital moyen.

En outre, la part des courtiers contrôlés au Québec dans le bénéfice global est passée de 13,3 % à 19,2 %, alors qu'elle n'était que de 10,2 % en 1983. Cette augmentation s'est faite au détriment des courtiers contrôlés dans les autres provinces canadiennes.

Tableau VI

Répartition des revenus en fonction du lieu de contrôle

Revenus	Période	Québec (000 $)	%	Autres provinces (000 $)	%	Étranger (000 $)	%	Total (000 $)	%
Courtage des institutions	1985	12 362	7,5	144 099	12,0	15 186	8,0	171 647	11,0
	1984	10 996	9,6	67 343	8,2	12 272	9,0	90 611	8,4
Autres courtages	1985	51 851	31,5	360 121	29,9	53 248	28,0	465 220	29,8
	1984	27 185	23,8	255 582	31,0	36 085	26,4	318 852	29,6
Syndicats financiers	1985	43 497	26,4	312 004	25,9	38 579	20,3	394 080	25,3
	1984	26 663	23,3	216 149	26,2	18 949	13,8	261 761	24,3
Autres revenus	1985	56 948	34,6	388 984	32,2	82 992	43,7	528 924	33,9
	1984	49 381	43,3	286 063	34,6	69 605	50,8	405 049	37,7
Revenu global	**1985**	**164 658**	**100,0**	**1 205 208**	**100,0**	**190 005**	**100,0**	**1 559 871**	**100,0**
	1984	**114 225**	**100,0**	**825 137**	**100,0**	**136 911**	**100,0**	**1 076 273**	**100,0**

Tableau VII

Capital moyen, revenu, bénéfice et rentabilité en fonction du lieu de contrôle

	Période	Québec (000 $)	%	Autres provinces (000 $)	%	Étranger (000 $)	%	Total (000 $)	%
Capital moyen[1]	1985	48 393	7,6	524 136	82,7	61 586	9,7	634 115	100,0
	1984	38 457	6,6	483 143	83,6	56 451	9,8	578 051	100,0
Revenu global	1985	184 658	11,7	1 250 208	76,3	190 005	12,0	1 579 871	100,0
	1984	114 225	10,6	825 137	76,7	136 911	12,7	1 076 273	100,0
Bénéfice global[2]	1985	24 480	19,2	94 249	73,7	9 078	7,1	127 807	100,0
	1984	6 672	13,3	48 910	97,9	(5 601)	(11,2)	49 981	100,0
Rendement moyen[3]	**1985**		**50,6**		**18,0**		**14,7**		**20,2**
	1984		**17,3**		**10,1**		**(9,9)**		**8,6**

1. La somme du capital global à la fin des cinq derniers trimestres divisée par cinq.
2. Avant impôts et postes extraordinaires.
3. Bénéfice global sur capital moyen, exprimé en pourcentage.

En 1985, tous les courtiers ont profité d'une croissance importante de leurs revenus, ce qui tranche radicalement avec les résultats obtenus l'année précédente. En effet, le revenu global a augmenté de 45 % en 1985, alors qu'il avait diminué de 15,1 % en 1984. Il est intéressant de noter également que cette croissance s'est fait sentir dans toutes les catégories de revenus, sa composition variant selon que l'on considère les courtiers contrôlés au Québec ou l'ensemble des sociétés. Dans le cas des courtiers à contrôle québécois, la catégorie « autres courtages » a connu la plus forte hausse (90,7 %), alors que, pour l'ensemble, c'est la catégorie « courtage des institutions » qui a fait meilleure figure (89,4 %). Vient ensuite la catégorie « syndicats financiers », où la croissance réalisée a été de 63,1 % dans le cas des sociétés du Québec comparativement à 50,5 % pour l'ensemble.

Si l'on consulte les statistiques établies en fonction du nombre des inscriptions auprès de la Commission, on constate une augmentation dans le nombre des courtiers et conseillers de l'ordre de 20 %. La progression est plus marquée chez les courtiers que chez les conseillers; en effet, elle se situe à 26 % chez les premiers, comparativement à 11 % chez les seconds. On note une augmentation de presque toutes les catégories de courtiers, avec une augmentation particulièrement marquée dans le cas des émetteurs-placeurs et des négociateurs autonomes.

Quant au nombre de représentants, il augmente de plus de 20 % et approche en fin d'exercice 3 200. Si l'on tient compte des radiations, cette augmentation résulte de mouvements importants: 964 personnes ont obtenu au cours de l'exercice l'inscription au titre de représentant, soit plus de 35 % de l'effectif en début d'exercice. Notamment, le nombre de représentants spécialisés en épargne collective a progressé de plus de 150 % au cours des douze derniers mois.

Tableau VIII

Courtiers et conseillers en valeurs inscrits auprès de la Commission

Catégorie	Mars 1986	Mars 1985
Courtiers		
• de plein exercice[1]	51	45
• d'exercice restreint		
exécutants	2	2
spécialisés en épargne collective	20	21
spécialisés en contrats d'investissements[2]	14	11
spécialisés en plans de bourses d'études	3	2
négociateurs autonomes	23	18
émetteurs-placeurs	24	12
autres[3]	18	12
	155	**123**
Conseillers		
• de plein exercice[4]	48	46
• d'exercice restreint	4	3
	52	**49**
Total	**207**	**172**

1. Au 31 mars 1986, quatre d'entre eux exercent à titre de courtier remisier.
2. Au 31 mars 1986, six d'entre eux exercent également en épargne collective.
3. Au 31 mars 1986, cette catégorie comprend notamment dix sociétés de fidéicommis et deux banques.
4. Au 31 mars 1986, onze d'entre eux exercent seulement auprès d'institutions financières et d'émetteurs assujettis.

2. Questions particulières

Les nouveaux venus

Les opérations sur les marchés à terme ont amené l'inscription, en 1985, d'un courtier commissionnaire, Refco Futures (Canada) Ltd. De même, la mise en place d'un régime de courtiers remisiers a donné lieu à quelques réinscriptions durant l'exercice et ce mouvement devrait se poursuivre et s'amplifier au cours du nouvel exercice.

Par ailleurs, deux sociétés de fidéicommis se sont ajoutées aux institutions financières inscrites auprès de la Commission: il s'agit de la Compagnie Trust Canadien et des Fiduciaires de la Cité et du District de Montréal Limitée. Quelques institutions financières ont obtenu un élargissement de leur inscription et exercent maintenant en épargne collective.

Finalement, la société de comptables agréés Maheu Noiseux & Compagnie a sollicité et obtenu une inscription au titre de courtier d'exercice restreint afin de mettre sur pied un service de courtage visant à trouver des souscripteurs pour les titres de petites sociétés.

La propriété des maisons de courtiers

En mars 1986, Les Investissements Disnat Inc., un courtier exécutant, a déposé un prospectus provisoire pour le placement d'actions admissibles au Régime d'épargne-actions.

En outre, une société d'assurance a pris une position importante dans le capital d'un courtier en valeurs au cours de l'exercice: la Nord-Américaine

Compagnie d'assurance-vie a acquis une participation de 75 p. cent dans le capital du courtier Calvin Bullock, Ltée. Également, Genstar Financial Corporation a acquis un droit d'acquérir une position importante de 10 p. cent dans le capital du courtier Corporation Gordon Capital.

Le cadre normatif de l'activité des professionnels

Au cours de l'exercice, la Commission a modifié l'Instruction générale n° Q-9 en vue de définir un régime applicable au remisier et au chargé de comptes. À la clôture de l'exercice, quatre courtiers exerçaient leurs activités à titre de remisier dans le cadre d'ententes conclues avec des courtiers chargés de comptes.

D'autre part, la Commission a publié un projet de modification en vue de permettre le cumul d'activités en épargne collective et en assurance-vie sans entente exclusive entre un courtier de plein exercice ou un courtier d'exercice restreint en épargne collective, ou en plans de bourses d'études, d'une part, et une société d'assurance-vie, d'autre part. À la clôture de l'exercice, la Commission recueillait toujours des observations sur ce projet.

De plus, la Commission a publié un avis concernant l'assujettissement à la Loi sur les valeurs mobilières des parts de fonds communs placées par les sociétés d'assurance-vie. La Commission après avoir analysé plusieurs contrats arrive à la conclusion que les parts de ces fonds, si elles ne constituent pas un contrat de rente ou si, constituant une rente, elles ne prévoient pas de garantie de paiement de 75 p. cent des primes versées, ne bénéficient pas de la dispense d'application prévue à l'article 3 de la Loi.

Finalement, la Commission a publié un projet de modification concernant les conseillers en planification financière. L'activité du conseiller en planification financière est soumise à l'application de la Loi dès lors que ses conseils portent sur l'acquisition ou l'aliénation de valeurs mobilières ou la participation à une opération sur valeurs. Ce projet de modification vise, d'une part, à encadrer l'exercice de l'activité en créant une nouvelle catégorie de conseiller d'exercice restreint, d'autre part, à établir un certain nombre de règles particulières. À la clôture de l'exercice, la Commission recueillait des observations sur ce projet.

La surveillance de l'activité des professionnels

La Commission procède à l'inspection des personnes inscrites, à l'exception des courtiers membres de la Bourse de Montréal. Dans ce dernier cas, la Commission exerce un contrôle sur les inspections effectuées par la Bourse de Montréal.

Par suite d'une enquête concernant les actions négociées hors cote, le Service de l'inspection a constaté :

1) la nécessité de réviser l'Énoncé de politique n° 5 ;
2) l'absence de registres à l'établissement principal au Québec ;
3) les opérations hors cote n'étaient pas toutes déclarées.

Les courtiers en défaut ont été avisés des irrégularités relevées lors de cette enquête.

Partie III

Les communications

Le Service des communications a connu certainement depuis avril 1985 le semestre le plus actif depuis sa création en 1982. En effet, à tous les points de vue, ses activités ont été plus nombreuses, plus complexes et assurément plus « visibles ».

Notamment, un colloque a été organisé au mois de mai 1985, afin de faire le point sur les trente ans d'existence de la Commission et d'évaluer la place et la nécessité d'intervention d'un tel organisme dans un marché en constante évolution. La journée a été fort appréciée et plusieurs participants ont suggéré à la Commission de tenir annuellement une rencontre semblable.

De plus, le service a coordonné une campagne de publicité soulignant les trente ans de l'organisme et sensibilisant les lecteurs à la mission de la Commission. Deux cahiers spéciaux ont été publié à cette occasion et portaient spécifiquement sur la Commission et sur le marché des valeurs. Le service a collaboré étroitement à la conception et à la rédaction des textes. Ces cahiers ont été publiés dans La Presse et le Journal Les Affaires.

La promotion

Depuis avril, la Commission a participé à six salons et expositions (Salon de l'épargne et du placement de Rimouski, Salon Industriel et Commercial de Baie Comeau, Expo-Québec, Salon Le Monde des Affaires de Québec, Salon de l'épargne-placements de Québec, Salon Économie et placements de Sherbrooke).

La Commission ne possédant pas de bureaux à l'extérieur de Montréal, la participation aux salons a permis d'avoir un impact dans les régions, où il est important que la Commission soit présente. Ces événements permettent d'établir un contact avec les épargnants de toutes les régions du Québec.

Les publications

Pour sa participation à Expo-Québec, le Service des communications a publié un dépliant déclencheur présentant « une recette inédite pour perdre son argent ». Des affiches ont été imprimées afin d'inciter les visiteurs à en prendre connaissance. L'objectif principal que s'était fixé la Commission à Expo-Québec était de se mieux faire connaître de la population de la région de Québec et de faire la promotion de ses services. Les employés de la Commission qui ont participé à cette exposition ont été unanimes à souligner le succès de cette participation peu usuelle pour notre organisme.

La brochure générale de la Commission a été mise à jour et sa présentation a été rajeunie. Son titre est maintenant plus explicite : « Le marché des valeurs mobilières ». Il semble que la nouvelle approche graphique ait été appréciée par les épargnants dans les salons.

Le Service des communications a publié aussi un dépliant sur l'histoire de la Commission à l'occasion de son trentième anniversaire et un dépliant sur les conseillers en planification financière tiré du texte d'un communiqué de la série « Alarme aux épargnants ».

Une carte calendrier a été imprimée pour faire connaître le numéro de téléphone sans frais permettant aux épargnants de l'extérieur de Montréal de communiquer avec la Commission.

La Commission a aussi fait imprimer des tirés à part d'un article publié en octobre dans la revue Protégez-vous intitulé « La Bourse et vous ».

Le Bulletin hebdomadaire est depuis peu publié en collaboration avec l'Éditeur officiel du Québec. La présentation du Bulletin a été revue et améliorée. Cette entente est l'aboutissement d'efforts soutenus de la part du service.

Le Service des communications a aussi négocié avec l'Éditeur officiel la publication d'une codification administrative contenant la Loi et les règlements sur les valeurs mobilières de même que les Instructions générales. Plus de 160 exemplaires avaient été vendus avant même la parution de l'ouvrage.

Les demandes de renseignements

Répondre aux questions des épargnants, aux demandes de renseignements formulées soit par téléphone soit par écrit constitue de plus en plus une activité importante du service. Depuis plusieurs années le nombre de ces demandes restait plutôt stable. Cette année toutefois, on remarque une forte croissance du nombre des appels.

L'augmentation du nombre des demandes de renseignements révèle que la Commission est mieux connue des épargnants. On doit aussi considérer que depuis août 1985, la Commission dispose d'un numéro de téléphone sans frais pour les épargnants demeurant à l'extérieur de Montréal. Ces épargnants hésitaient sans doute davantage auparavant avant de communiquer avec nous même si depuis une année et demie nous acceptions les frais d'appel.

La Commission a continué sa participation à des organisations ou à des rencontres au niveau canadien ou international. En particulier, elle a participé à la conférence annuelle de l'Organisation internationale des commissions de valeurs et organismes similaires, tenue à Cartagena, en Colombie. Il convient de rappeler la participation aux travaux de la *North American Securities Administrators Association (NASAA)*; M. Roland Côté, vice-président de la Commission, occupe les fonctions de membre du conseil d'administration et de trésorier de cette association. La Commission a également assisté aux deux réunions annuelles qui regroupent les autorités compétentes en matière de valeurs mobilières dans les diverses provinces.

Annexes

Annexe I

Titulaires des fonctions de direction au 31 mars 1985

Président :
Paul Guy

Vice-présidents :
Roland Côté
Maurice Cusson

Membres de la Commission :
Harry J.F. Bloomfield
Pierre Dussault
Gilles Nadeau
Henri-Paul Nadeau

Secrétaire :
Louise leBel-Chevalier

Chef du Service des communications :
Marc Barrière

Chef du Service de conseil juridique :
Antoni Dandonneau

Chef du Service des études :
Martin Martin

Directeur de l'information :
Guy Shedleur

Chef du Service de l'appel public à l'épargne :
Raymond Duhaime

Chef du Service de l'information continue :
Diane Joly

Directeur de l'encadrement du marché :
Pierre Lizé

Chef du Service de l'inscription :
Michel Hallé

Chef du Service de l'inspection :
Georges Clermont

Chef du Service des marchés à terme :
Romain Rousseau

Directeur des affaires juridiques :
Jacques Labelle

Chef du Service du contentieux :
Jean-Pierre Dupont

Chef du Service des enquêtes :
Yvon B. Allard

Directeur de l'administration :
Raymond Hardy

Chef du Service du personnel :
Raynald Henry

Chef du Service de la gestion interne :
Frédérick Laberge

Chef du Service de la bibliothèque :
Jean-François Doutrelepont

Annexe II

Avis

1. Les sociétés et les porteurs de titres

Octroi d'options au placeur pour compte lors du placement d'actions d'une entreprise en voie de développement ou d'une société d'exploration et de mise en valeur (Instruction générale n° Q-3) (23 août 1985)

L'Instruction générale n° Q-3 régit l'octroi des options. Le titre deuxième de cette instruction générale est consacré au cas de l'entreprise en voie de développement et de la société d'exploration et de mise en valeur.

Le placement de ces titres peut se faire soit par prise ferme, soit pour compte. Dans le cas de la prise ferme, l'article 3 définit expressément les conditions dans lesquelles des options peuvent être accordées au courtier.

Dans le cas du placement pour compte, l'article 4 dispose que les options doivent être accordées « uniquement au garant ». Certains placeurs pour compte ont cru qu'il leur suffirait d'assumer une obligation de garantie pour pouvoir bénéficier de ces dispositions.

Or, l'article 4, lorsqu'il parle du garant, vise manifestement une personne autre que le courtier. Pourquoi, en effet, serait-il exigé que le courtier placeur pour compte « justifie de sa capacité financière de respecter son engagement de garantie », alors qu'aucune exigence semblable n'est formulée à l'égard du preneur ferme, dont l'obligation est pourtant beaucoup plus lourde que celle du placeur pour compte ? En outre, le paragraphe 7° de l'article 4 prévoit le cas où le garant a participé à la préparation de l'opération de placement, ce qui laisse entendre qu'il doit être une personne différente du courtier. Enfin, le placement pour compte exclut par définition la garantie du placeur, lequel s'engage seulement à faire de son mieux pour assurer le placement des titres (comme l'indique la désignation anglaise *best efforts underwriting*).

Pour toutes ces raisons, le garant visé à l'article 4 doit donc être une personne différente du placeur pour compte. Il en résulte qu'aucune option ne peut être accordée au placeur pour compte dans le cadre d'un placement soumis à l'Instruction générale n° Q-3.

Assujettissement à la Loi sur les valeurs mobilières du placement de parts de fonds communs de placement par les sociétés d'assurance-vie (1er novembre 1985)

Un certain nombre de sociétés d'assurance-vie placent des parts de fonds communs de placement, composés de sommes réunies habituellement dans le cadre de régimes de pension.

La Commission réitère que les parts de ces fonds ne constituent évidemment pas des contrats d'assurance ou de rente bénéficiant de la dispense prévue au paragraphe 13° de l'article 3 de la Loi sur les valeurs mobilières.

Ces fonds sont offerts généralement à des employeurs administrant des régimes enregistrés de pension. Ils sont aussi offerts à des individus et dans certains cas garantissent un versement égal à au moins 75 % des sommes investies avant l'âge de 75 ans. Ces fonds présentent une certaine analogie avec les fonds gérés par des compagnies de fidéicommis et couverts par la dispense prévue au paragraphe 11° de l'article 3.

À la suite de l'avis publié au Bulletin hebdomadaire du 8 février 1985, la Commission a procédé à plusieurs consultations auprès de l'Inspecteur général des institutions financières, auprès d'autres organismes de contrôle et auprès de nombreuses sociétés d'assurance-vie.

La Commission en est venue à la conclusion que les sociétés d'assurance-vie qui placent les parts de fonds ne comportant pas la garantie susmentionnée doivent déposer un prospectus (qui peut être un prospectus simplifié) et s'inscrire à titre de courtier en valeurs d'exercice restreint afin de se conformer aux dispositions de la Loi.

Pour ce qui a trait au placement des parts de fonds bénéficiant de la garantie de versement égale à au moins 75 % des sommes investies avant l'âge de 75 ans, la Commission examine cette question et procédera aux consultations nécessaires avant de prendre une décision.

Retard à donner les avis à la suite de placements privés (14 mars 1986)

Les services de la Commission ont noté que certains émetteurs ne respectaient pas le délai de 10 jours prévu par la Loi pour l'avis exigé à la suite d'un placement auprès d'acquéreurs avertis (art. 46) ou d'un placement par blocs de 150 000 $ (art. 51).

Dans les deux cas, la Loi prescrit un délai de 10 jours à compter de la fin du placement.

Les émetteurs doivent respecter le délai fixé par la Loi. En vertu de l'article 202 de la Loi, le non-respect de ce délai constitue une infraction et la Commission entend intenter des poursuites sur ces infractions.

Dans le cas d'un placement qui dure plus de quelques semaines, il est recommandé de donner un avis à la Commission sur les titres déjà placés, sans attendre la fin du placement.

Omission dans le prospectus provisoire de renseignements connus (14 mars 1986)

L'article 75 du Règlement autorise l'omission, dans le prospectus provisoire, d'un certain nombre de renseignements; certain de ces renseignements sont importants pour celui qui cherche à apprécier le placement proposé, en particulier le prix d'offre et le nombre de titres à placer, ainsi que toutes les données qui en découlent.

Cette omission trouve sa justification dans le fait qu'au moment du dépôt du prospectus provisoire, ces renseignements ne sont généralement pas connus. Cependant, s'il arrive que ces renseignements soient arrêtés avant le dépôt du prospectus provisoire, on ne peut invoquer l'article 75 pour les omettre dans le prospectus. Puisque la convention de prise ferme est signée avant le dépôt du prospectus provisoire, on ne peut certes prétendre que le prix d'offre et le nombre des titres à placer ne sont pas connus.

Les renseignements étant déjà connus lors du dépôt du prospectus provisoire, ils doivent être présentés dans ce prospectus.

2. Le marché des valeurs mobilières

Actions négociées sur le marché hors cote (25 octobre 1985)

Nous avons constaté, lors d'une récente analyse du marché hors cote, que les opérations effectuées sur ce marché ne sont pas toutes déclarées à la Caisse canadienne de dépôt de valeurs Limitée.

Nous tenons à rappeler que l'Énoncé de politique n° 5, adopté le 27 mars 1974 par la décision n° 4073 de la Commission, révisé par la décision n 4082 le 2 avril 1974, et qui est toujours en vigueur, dispose que les courtiers ont l'obligation de déclarer quotidiennement toutes les opérations effectuées sur le marché hors cote à la Caisse canadienne de dépôt de valeurs Limitée. De plus, les bordereaux de vente doivent être remplis correctement.

3. Le fonctionnement de la Commission

Programme de stages d'avocats ou de comptables (21 mars 1986)

Depuis septembre 1982, les cabinets d'avocats et de comptables peuvent détacher à la Commission des valeurs mobilières un avocat ou un comptable pour un stage de neuf à dix-huit mois. La Commission recommande toutefois un stage d'une durée d'au moins 12 mois.

Les personnes qui participent à ce stage doivent avoir au moins deux années d'exercice. Ce programme permet aux jeunes avocats ou comptables d'acquérir une expérience comme membre temporaire du personnel de la Commission.

Ces stagiaires continuent de faire partie de leur cabinet et sont encouragés à y maintenir des liens étroits. Cependant, ils exercent leur profession à temps plein à la Commission durant le stage. De plus, ils doivent se conformer aux règles de déontologie propres aux personnes qui ne sont pas membres de la fonction publique et qui exercent leurs fonctions sur une base temporaire.(1)

Durant les six premiers mois, les stagiaires exerceront leur activité à la Direction de l'information. Cette direction est chargée de l'application des dispositions de la Loi sur les valeurs mobilières concernant l'appel public à l'épargne, les offres publiques et les obligations d'information des émetteurs assujettis. Durant le reste de son stage, l'avocat ou le comptable pourra être intégré à la Direction des affaires juridiques ou à la Direction de l'encadrement du marché. Ces conditions peuvent être modifiées après entente entre les deux parties.

La Commission ne compte pas avoir plus de quatre stagiaires en poste en même temps.

La Commission offre également aux courtiers en valeurs de détacher un membre de leur personnel à la Commission dans des conditions similaires.

M. Raynald Henry, chef du Service du personnel (873-5326, poste 285), est chargé de ce programme et les personnes intéressées voudront bien communiquer avec lui pour de plus amples renseignements. Vous voudrez bien noter que la Commission n'offre plus de stage de six mois, la durée minimale étant fixée à neuf mois. La Commission verse 1 000 $ par mois au cabinet qui détache un avocat ou un comptable à la Commission.

---

(1) Voir p. 77, Annexe III, « Règles de déontologie ... »

Annexe III

Décisions

1. Les sociétés et les porteurs de titres

— L'appel public à l'épargne

Objet: Demande de Lévesque, Beaubien Inc. en vue de l'obtention d'une décision en vertu de l'article 40 de la Loi pour un placement de titres de Kruger Inc.

L'audience

La Commission a tenu, les 21 et 22 mai 1985, une audience publique afin de déterminer le bien-fondé d'une demande de Lévesque, Beaubien Inc. (Lévesque) en vue de l'obtention d'une décision en vertu de l'article 40 de la Loi sur les valeurs mobilières ordonnant à Kruger Inc. (Kruger) de fournir les documents et informations nécessaires aux fins d'établir le prospectus requis pour lui permettre d'effectuer le placement de titres de Kruger détenus par Kruco Inc. (Kruco).

Résumé de la situation

Kruger est une importante société manufacturière principalement engagée dans la fabrication et la distribution de papier journal et de produits d'emballage. Cette société, qui n'est pas une société fermée au sens de la Loi, compte environ cinquante actionnaires, dont deux importants, Hicliff Corporation (1978) Ltd. et Kruco, qui détiennent approximativement 61 % et 32 % des actions de Kruger.

Kruco veut disposer d'une partie de ses actions et, à cette fin, a conclu en date du 17 avril 1985 une « convention de prise ferme et de mandat » avec Lévesque en vertu de laquelle ce dernier « prend ferme » 50 000 actions à 20,00 $ l'action et s'engage à vendre à titre de mandataire 1 200 000 actions également à 20,00 $ l'action.

Dans le but d'obtenir l'information nécessaire à l'établissement d'un prospectus, Kruco et Lévesque ont à plusieurs reprises sollicité la collaboration de Kruger. Face aux refus répétés de Kruger, Lévesque demande à la Commission de rendre une décision en vertu de l'article 40 de la Loi.

Cet article se lit ainsi:

« Lorsqu'un tiers a l'intention d'effectuer le placement de titres d'un émetteur, la Commission peut ordonner à l'émetteur de fournir les documents et informations nécessaires en vue d'établir le prospectus ou tout autre document y tenant lieu. »

Compétence de la Commission

Au tout début de l'audience, les procureurs de Kruger ont demandé de présenter une requête préalable afin de déterminer la compétence de la Commission pour connaître de la présente affaire. La Commission a décidé qu'elle aura compétence pour rendre une décision en vertu de l'article 40 dans la mesure où il s'agit d'un placement. La Commission a donc convenu d'entendre les parties sur la question de placement qui donne ouverture à l'application de l'article 40 et également sur l'opportunité d'ordonner à Kruger de fournir les renseignements exigés.

Les questions en litige

Les questions à trancher sont les suivantes:

1° la qualification comme prise ferme de l'opération intervenue entre Kruco et Lévesque;

2° la qualification comme placement de la revente de ces titres par Lévesque;

3° l'application de l'article 40 de la Loi à un émetteur non assujetti;

4° l'opportunité d'ordonner à Kruger de fournir l'information demandée;

5° la constitutionnalité de l'article 40 quant à son application à Kruger.

Comme il a été décidé au début de l'audience, la Commission n'aurait à se préoccuper du cinquième point que si elle en venait à la conclusion d'ordonner à Kruger de fournir les renseignements exigés par Lévesque.

1° La qualification comme prise ferme de l'opération intervenue entre Kruco et Lévesque

La requérante demande à la Commission d'ordonner à Kruger de lui fournir les informations nécessaires à l'établissement du prospectus; ce prospectus serait exigé par l'article 11 de la Loi, qui pose le principe de l'établissement du prospectus pour le placement d'une valeur. Le prospectus n'est obligatoire que dans la mesure où l'opération en cause constitue un placement.

Il incombait donc à la requérante d'établir que la revente par elle des titres acquis de Kruco constitue un placement.

MM. Paul Guy, Maurice Cusson et Gilles Nadeau — Décision n° 7403, le 4 juin 1985

L'article 5 de la Loi donne de ce terme une définition fort complexe, qui s'étend sur huit paragraphes. La requérante a prétendu que l'opération en cause constituait un placement en raison du paragraphe 2° de cette définition, qui couvre le cas de titres qui ont fait l'objet de la prise ferme; toute son argumentation n'ayant porté que sur ce paragraphe, nous pouvons limiter notre examen à ce texte, d'autant que les parties étaient d'accord pour exclure les autres paragraphes.

Il faut, en premier lieu, déterminer si la convention intervenue entre Kruco et Lévesque constitue réellement un contrat de prise ferme, comme le laisse entendre le nom donné à cet acte par la requérante, « *convention de prise ferme* et de mandat ».

La requérante a prétendu que la prise ferme s'entend, non seulement d'une entente entre un courtier et un émetteur, mais aussi d'une entente entre un courtier et un porteur. Elle a cherché à interpréter la prise ferme à la lumière de la réalité canadienne. Dans ce contexte canadien, on peut songer à expliquer la prise ferme à l'aide de la notion d'*underwriter*. Or, d'après la définition de ce terme donnée par l'*Ontario Securities Act* (R.S.O. 1980, chap. 466) à l'article 1, l'*underwriter* est défini pour ce qui nous intéresse comme celui qui acquiert des titres pour son propre compte en vue d'en faire le placement (*a person or company who, as principal, agrees to purchase securities with a view to distribution*); or, selon la définition donnée par cette loi du terme *distribution*, le placement s'entend non seulement d'opérations sur des titres nouvellement émis (opérations sur le marché primaire), mais aussi d'opérations sur un bloc de plus de 20 % d'actions comportant droit de vote alors même que ces actions font partie d'une émission placée avec un prospectus ou bénéficiant, après avoir été placée sous le régime d'une dispense de prospectus, d'une dispense définitive de prospectus (opérations sur le marché secondaire).

À la différence de la loi ontarienne, la Loi sur les valeurs mobilières du Québec ne définit pas le placement de manière à y inclure les opérations sur un bloc de plus de 20 % d'actions comportant droit de vote; la définition législative fait en sorte qu'il ne peut être question de placement à propos d'actions qui sont dans le marché secondaire, parce qu'elles ont déjà donné lieu à l'établissement d'un prospectus ou parce qu'elles bénéficient d'une dispense définitive.

Si les titres du marché secondaire ne sont pas expressément inclus dans la définition du placement, on ne peut les y inclure par le biais de la notion de prise ferme interprétée comme équivalent de l'*underwriting*, d'autant que, si l'*underwriting* couvre des titres du marché secondaire, c'est uniquement par le jeu de la définition du placement (*distribution*). On ne peut importer dans la Loi la définition ontarienne d'*underwriter*, et encore moins celle de *distribution*, puisque, dans ce cas, le législateur québécois a jugé bon de donner sa propre définition, différente de la définition ontarienne. Que la version anglaise de la Loi donne « *firm underwriter* » comme équivalent de « preneur ferme », cela ne justifie pas non plus d'importer dans nos textes la notion ontarienne d'*underwriter* ou de *distribution*.

En outre, comme l'ont rappelé les avocats de Kruger, les textes supposent que la prise ferme ne peut avoir lieu qu'à l'occasion d'une émission. En particulier, l'article 11, qui édicte l'obligation d'établir un prospectus, impose cette obligation à l'émetteur dans le cas de titres qui ont fait l'objet d'une prise ferme. La raison en est que, dans la prise ferme, c'est l'émetteur qui propose ses titres, même s'ils sont souscrits par le preneur ferme avant d'être proposés aux épargnants.

L'Instruction générale n° Q-12, qui porte sur la vente d'un bloc de plus de 5 % de titres qui ne doivent plus donner lieu à l'établissement d'un prospectus, évite d'employer le terme prise ferme pour désigner l'opération par laquelle le courtier achète un tel bloc en vue de revendre les titres aux épargnants. Aux articles 3 et 4 de ce texte, il est question de titres achetés ferme, et non de titres pris ferme. La Commission conclut que la prise ferme s'entend de l'opération par laquelle un courtier souscrit une émission nouvelle en vue de placer les titres auprès des épargnants. En l'espèce, le courtier n'ayant ni souscrit ces titres ni même contracté avec l'émetteur, l'opération par laquelle il les a acquis constitue non une prise ferme, mais un achat ferme.

La requérante a produit, à titre d'exemples, cinq prospectus dans lesquels le terme prise ferme était appliqué à une opération faisant intervenir un courtier et un porteur, et non seulement un courtier et un émetteur. Il s'agit de prospectus déposés par les sociétés suivantes: Quebecor Inc., CB Pack Inc., Les Magasins Château du Canada Ltée, British Telecom et Texaco Canada Inc.

Sans entrer dans l'analyse de chacune des opérations, il faut observer que la confusion avec la réglementation ontarienne explique probablement la plupart de ces emplois de prise ferme dans la mesure où ils seraient critiquables. D'autre part, la désignation donnée à une opération par les parties ne peut avoir pour effet de lui conférer une qualification différente de celle prévue par la Loi. Enfin, le visa accordé par la Commission à des prospectus

contenant une désignation impropre ne peut avoir pour effet de faire valoir cette désignation impropre à l'encontre de la Loi.

Au demeurant, même si l'on acceptait la thèse de la requérante voulant que l'acquisition par elle des titres de Kruco constitue une prise ferme, l'obligation d'établir le prospectus incomberait alors à l'émetteur, par application du deuxième alinéa de l'article 11.

2° La qualification comme placement de la revente de ces titres par Lévesque

La définition de placement sert à déterminer les obligations d'une personne qui effectue le placement de titres. En particulier, l'article 11 de la Loi dispose qu'une personne qui entend procéder au placement de titres doit établir un prospectus soumis au visa de la Commission. Cette règle générale ne souffre que quelques exceptions prévues au chapitre II du titre deuxième de la Loi ou déterminées par la Commission en vertu de son pouvoir général de dispense prévu à l'article 263 de la Loi.

Les procureurs de Lévesque ont prétendu que le placement résulte du seul fait que le courtier prend ferme les titres en vue de leur revente auprès des épargnants. D'où la nécessité d'établir le prospectus et, dans le cas de Lévesque, la nécessité d'obtenir les renseignements de l'émetteur pour établir celui-ci.

Il serait donc suffisant de faire une prise ferme pour qu'il y ait obligation d'établir un prospectus. Cependant, même si l'on acceptait la position de la requérante sur le fait que la prise ferme peut s'entendre d'une convention conclue avec un porteur, il faut se demander si la conclusion de cette convention a bien pour effet, à elle seule, de faire naître l'obligation d'établir un prospectus.

En effet, l'interprétation de la requérante fait dépendre l'obligation d'établir un prospectus du montage juridique mis en place pour proposer des titres aux épargnants. Si le courtier acquiert par voie de « prise ferme » des titres qui ne doivent plus donner lieu à l'établissement d'un prospectus, il devrait établir un prospectus (sauf que l'Instruction générale n° Q-12, partant du fait que le prospectus n'est pas exigé par la Loi, prévoit une note d'information); si, au contraire, il se contente d'agir pour compte, le prospectus ne serait plus nécessaire.

Au surplus, il est curieux qu'on doive, pour une telle « prise ferme », établir un prospectus à propos de titres qui, par hypothèse, ne doivent plus donner lieu à l'établissement d'un prospectus. Ainsi, les titres d'un émetteur assujetti souscrits par un acquéreur averti sous le régime de la dispense prévue à l'article 43 de la Loi et conservés par lui pendant le délai prévu à l'article 58 sont devenus « libres », c'est-à-dire ne doivent plus donner lieu à l'établissement d'un prospectus. L'acquéreur, fût-il un courtier qui les « prend ferme », les acquiert « libres ». On peut faire le même raisonnement à propos de titres souscrits dans le cadre d'une émission faite avec un prospectus: le courtier qui, par la suite, les acquerrait d'un porteur ne serait tenu d'aucune obligation d'établir un prospectus; les seules obligations à peser sur lui viendraient ni de la Loi ni du Règlement, mais de l'Instruction générale n° Q-12.

Il importe de bien voir que l'Instruction générale n° Q-12 ne vient en rien atténuer les obligations résultant de la Loi: au contraire, elle crée des obligations nouvelles dans des cas où la Loi n'en impose pas. Or, si on adopte la thèse de la requérante, il en résulte que l'Instruction générale n° Q-12 viendrait réduire les obligations établies par la Loi et que, de surcroît, ces obligations établies par la Loi conserveraient toute leur force dans les cas qui échappent à l'application de cette Instruction générale, par exemple lorsque l'opération porte sur un bloc inférieur à 5 %. En sorte que, pour des opérations qui sont jugées sans importance dans l'Instruction générale n° Q-12, il faudrait établir un prospectus.

Donc, la « prise ferme » ne crée pas, à elle seule, l'obligation d'établir le prospectus: ce n'est que dans le cas où la prétendue « prise ferme » constitue par ailleurs un placement qu'il y aura obligation d'établir un prospectus. Le paragraphe 2° de la définition de placement ne vise qu'à couvrir le cas d'une véritable prise ferme, c'est-à-dire de la souscription d'une émission par le courtier auprès de l'émetteur.

Comme le placement pour compte, la prise ferme n'est qu'un moyen de placer une valeur. La qualification d'une opération comme prise ferme n'est pas déterminante lorsqu'il s'agit de décider s'il y a obligation d'établir un prospectus: en effet, l'obligation de prospectus existe indépendamment du mode de placement retenu, le mode de placement n'intervenant que pour la répartition des obligations liées au placement.

Dans la présente affaire, on n'a aucunement établi qu'il s'agissait d'un placement devant donner lieu à l'établissement d'un prospectus. La seule justification qu'on en ait donnée, à savoir qu'il s'agirait d'une « prise ferme », est insuffisante, puisque la « prise ferme » ainsi entendue s'étend à des cas qui sortent manifestement de la notion du placement et échappent donc à l'obligation de prospectus.

3° L'application de l'article 40 de la Loi à un émetteur non assujetti

Les avocats de Kruger ont cherché, par divers arguments, à établir que les dispositions de l'article 40 ne peuvent s'appliquer qu'à un émetteur assujetti. Vu la position adoptée sur les deux premiers points, il n'est pas indispensable de se prononcer sur cette question; cependant, vu l'importance accordée à cette argumentation par les avocats de Kruger, une mise au point s'impose sur l'interprétation de l'article 40.

L'interprétation proposée par les avocats de Kruger, si elle était maintenue, rendrait l'article 40 presque inutile. Une bonne partie des informations nécessaires à l'établissement du prospectus sont déjà rendues publiques par l'émetteur assujetti et celui-ci pourrait difficilement justifier son refus de fournir les quelques informations supplémentaires. L'article 40 vise surtout, mais non uniquement, les titres d'un émetteur non assujetti qui doivent encore faire l'objet d'un prospectus. Par exemple, les titres qu'un émetteur non assujetti a placés auprès d'un acquéreur averti dans le cadre d'une dispense de prospectus et qui ne pourraient être vendus qu'à la suite de l'établissement d'un prospectus ou de l'obtention d'une dispense; les titres d'un émetteur non assujetti ne pouvant bénéficier des dispenses définitives prévues par la Loi. Que cet émetteur n'ait pas à satisfaire aux obligations d'information prévues au titre troisième de la Loi, cela ne change rien au fait qu'en plaçant des titres, même sous le régime d'une dispense de prospectus, il fait publiquement appel à l'épargne et, de ce fait, s'engage implicitement à fournir à ses souscripteurs les informations dont ils pourront avoir besoin pour se départir de leurs titres.

Le porteur de tels titres, s'il veut disposer de ses titres, a le choix entre établir un prospectus et bénéficier d'une dispense. Si aucune dispense ne lui est ouverte, il doit avoir accès aux informations nécessaires pour l'établissement du prospectus. L'article 40 confère à la Commission le pouvoir d'ordonner à l'émetteur de fournir ces informations.

À l'encontre, donc, de l'argumentation de Kruger, l'article 40 s'applique clairement à des titres d'un émetteur non assujetti.

4° L'opportunité d'ordonner à Kruger de fournir l'information demandée

La Commission a jugé bon d'entendre les avocats des parties sur cette question, pour le cas où elle en viendrait à la conclusion que les conditions d'application de l'article 40 sont réunies. Vu que ces conditions d'application ne sont pas réunies, elle n'a pas à se prononcer sur ce point.

5° La constitutionnalité de l'article 40 quant à son application à Kruger

Vu que le problème constitutionnel ne devait être tranché que dans la mesure où la Commission en venait à la conclusion d'accéder à la requête de Lévesque, il a été décidé de remettre l'argumentation sur ce point à une date ultérieure pour le cas où elle serait nécessaire.

Étant donné la décision à laquelle en vient la Commission, la question constitutionnelle ne se pose pas.

La décision

Pour ces motifs, la Commission rejette la requête présentée par Lévesque Beaubien Inc., par laquelle celle-ci demandait à la Commission d'ordonner à Kruger Inc. de fournir les documents et informations nécessaires aux fins d'établir le prospectus requis pour lui permettre d'effectuer le placement des titres de Kruger détenus par Kruco.

Objet: La Société d'exploration minière Mazarin Inc.

L'audience

L'audience tenue le 29 juillet 1985 avait pour objet de faire réviser par la Commission la décision n° 1117-I-85 du directeur de l'information refusant d'apposer le visa sur le prospectus du 17 avril 1985 concernant le placement d'un minimum de 800 000 actions et d'un maximum de 2 332 000 actions de la Société d'exploration minière Mazarin Inc. (Mazarin) et refusant d'accorder la dispense de prospectus pour le placement de 950 000 actions auprès de MM. Régis Labeaume et Claude St-Jacques.

Les faits

Le 15 février 1985, Mazarin est constituée en société par Régis Labeaume qui en est le président et le promoteur.

Le 1er mars 1985, Labeaume acquiert de Paul Descarreaux, Jean Descarreaux et Jacques Beauregard 288 claims miniers. Le prix d'acquisition comprend: une somme de 39 750 $, un bloc de 288 000 actions nouvelles qu'émettra Mazarin et, dans l'éventualité d'une découverte, un autre bloc de 288 000 actions qui seront émises par Mazarin.

Le 19 mars 1985, Labeaume revend les claims à Mazarin pour 39 750 $ et 950 000 actions nouvelles de Mazarin, dont 450 000 à Labeaume et 450 000 à St-Jacques. Ces actions s'ajoutent aux 288 000 ac-

---

MM. Paul Guy, Maurice Cusson et Pierre Dussault— Décision n° 7447, le 7 août 1985

tions nouvelles que Mazarin doit émettre en paiement de l'achat des claims par Labeaume.

Le 19 mars 1985, une entente d'entreprise en participation est conclue avec la Compagnie de Nickel du Canada Limitée (Canico) pour l'exploration de 50 % du terrain de Mazarin.

Le 19 mars également, Bell Gouinlock Limitée confirme son intention d'agir comme placeur pour compte à l'égard d'une émission d'au moins 800 000 actions de Mazarin. Le contrat est finalement signé le 15 avril 1985 et le prospectus est déposé le 17 avril 1985.

Le 26 mars, Mazarin avait avisé la Commission qu'elle effectuait un placement privé de 504 000 actions à 0,30 $ conformément aux dispositions de l'article 47 de la Loi auprès d'au plus 25 personnes. M. Denis Arcand, vice-président de Bell Gouinlock Limitée, avait souscrit, le 4 avril 1985, 42 000 actions pour 12 600 $.

Le 3 juillet 1985, le directeur de l'information avisait Mazarin qu'il refusait d'accorder le visa du prospectus et la dispense de prospectus pour les motifs suivants:

1° le placement projeté auprès des épargnants, tel qu'il est décrit dans le projet de prospectus du 17 avril 1985, est inéquitable puisque les promoteurs, MM. Régis Labeaume et Claude St-Jacques, ne verseront aucune contrepartie pour les 950 000 actions qu'ils entendent se faire attribuer pour le transfert des terrains miniers à la société. En effet, le prix payé par M. Labeaume aux vendeurs pour les terrains miniers doit être acquitté sur les fonds de la société et par de nouvelles actions que la société doit émettre;

2° le courtier n'est pas en mesure de s'assurer qu'une part équitable des titres sera offerte aux épargnants compte tenu de la contrepartie fournie par ces personnes. Notamment, il n'est pas indépendant parce que son vice-président M. Denis Arcand a déjà souscrit, pour 12 600 $, des actions de la société au prix de 0,30 $ l'action lors d'un placement effectué sous le régime de la dispense prévue à l'article 47 de la Loi.

Les arguments de la requérante

Dans son Instruction générale n° Q-4, la Commission prévoit que le nombre de titres placés auprès du promoteur ou d'une personne avec qui l'émetteur a des liens, en contrepartie d'un terrain, est déterminé par négociation lorsque le placement est effectué par l'intermédiaire d'un courtier indépendant. Le courtier s'assure alors qu'une part équitable sera offerte aux épargnants compte tenu de la contrepartie fournie par le promoteur et de la part du financement assurée par les épargnants. Lorsque le courtier n'est pas indépendant, le nombre maximal de titres qui peuvent être émis au promoteur est de 750 000 et la Commission s'assure, à la place du courtier, qu'une part équitable est offerte aux épargnants.

L'argumentation du procureur de la requérante peut se résumer ainsi: le courtier Bell Gouinlock Limitée est indépendant et il s'est assuré qu'une part équitable des titres a été offerte aux épargnants.

Au moment où le courtier a signé, le 19 mars, un accord de principe pour faire le placement des titres de Mazarin, le placement privé à l'occasion duquel Arcand a acquis 42 000 actions, n'avait pas encore eu lieu. De plus, c'est Arcand qui s'est personnellement porté acquéreur de ces titres et non le courtier. Donc au moment où l'entente s'est négociée et lors de l'engagement du courtier à placer les titres pour compte, ce dernier était complètement indépendant de l'émetteur.

En acceptant que 950 000 actions soient émises en plus des actions attribuées aux prospecteurs pour acquitter le prix du terrain, le courtier aurait agi conformément aux exigences de l'Instruction générale n° Q-4, c'est-à-dire qu'il se serait assuré qu'une part équitable des titres était offerte aux épargnants.

La propriété a augmenté en valeur entre le 1er mars et le 19 mars à cause de l'offre de Canico. Les claims en question sont adjacents à la propriété de la Société d'exploration minière Vior Inc. sur laquelle une découverte a été faite en 1984. À cause de l'entente avec Canico, les actionnaires vont profiter d'importants travaux d'exploration tout en ne cédant qu'un sixième de la propriété. Cependant, le courtier n'a pas tenu compte uniquement de cette plus-value, il s'est aussi assuré que si le placement maximum est fait, les épargnants posséderont 70 % des actions émises par Mazarin ou 52 % dans le cas du placement minimum.

Les arguments du directeur

Le principal argument du directeur est que le contrat de vente des claims à Labeaume le 1er mars est un contrat apparent, alors que le contrat de vente du 19 mars fait apparaître la véritable intention des parties et montre que Labeaume était simplement un prête-nom. En effet, tant la partie payée en espèces que la partie payée en actions sont acquittées par Mazarin. Rien ne justifie l'attribution de 950 000 actions au promoteur puisqu'il n'a rien déboursé lui-même.

Le terrain semblait intéressant depuis l'automne 1984 et le directeur ne considère pas que le terrain ait augmenté de valeur à un point tel entre le 1er et le 19 mars que cela justifie l'émission de 950 000

actions additionnelles, en plus de celles accordées aux prospecteurs.

Le directeur considère également qu'en acquérant 42 000 actions à 0,30 $, M. Arcand, qui a négocié le contrat pour Bell Gouinlock Limitée, n'était pas indépendant, puisque son investissement antérieur risquait de fausser son jugement sur le placement en cours.

Les observations de la Commission

La Commission retient la position du directeur selon laquelle l'acquisition du terrain par Labeaume ne constitue qu'une opération fictive, la vente réelle intervenant entre les prospecteurs et Mazarin. L'article 6 de l'Instruction générale n° Q-4 parle de titres placés auprès du promoteur ou de personnes avec qui l'émetteur a des liens, en contrepartie d'un terrain.

Or, ce texte ne peut s'appliquer ni à la vente apparente du terrain par Labeaume à Mazarin, ni à la vente réelle du terrain à Mazarin par les prospecteurs. En ce qui concerne la vente apparente, elle intervient entre Labeaume et Mazarin, deux personnes entre lesquelles il n'y a pas de liens.

En ce qui concerne la vente réelle, elle intervient entre les prospecteurs et Mazarin, personnes entre lesquelles il n'y a pas non plus de liens. D'autre part, le prix payé n'est pas que la contrepartie du terrain acquis: les 950 000 actions attribuées au promoteur et aux personnes désignées par lui représentent plutôt la contrepartie des efforts du promoteur en vue d'intéresser une société importante à faire sur le terrain des travaux d'exploration et à assurer le financement de la société. Donc l'Instruction générale n° Q-4 ne trouve pas d'application dans le cas présent et, par conséquent, la question de l'indépendance du courtier est ici sans intérêt.

La société étant déjà constituée au moment de l'acquisition du terrain par Régis Labeaume, la Commission est d'avis qu'en tant que président de Mazarin, il n'a de toute évidence rien déboursé et pris aucun risque et aurait dû l'acquérir directement pour Mazarin. D'ailleurs, à la même époque où il prétend acquérir un terrain en sa qualité personnelle, il négociait en qualité de président de Mazarin pour l'exploration de ce terrain qu'il s'apprêtait à acquérir en son nom. La Commission ne conteste pas toutefois qu'un certain nombre d'actions puissent être attribuées au promoteur pour les efforts qu'il a faits pour trouver le terrain et pour intéresser une société importante à s'associer à Mazarin dans l'exploration du terrain et à assurer le financement. Si on donne une valeur de 0,60 $, soit le prix demandé aux investisseurs, c'est donc l'équivalent de 570 000 $ qui lui aurait été versé pour ses efforts. Cela semble exorbitant, d'autant plus que cela entre dans la tâche normale d'un dirigeant. Il faudrait de plus tenir compte, le cas échéant, de la rémunération reçue de Mazarin par Labeaume.

Quant à la question de l'indépendance du courtier, bien que nous n'ayons pas à nous prononcer, la Commission considère que le courtier devrait s'abstenir, une fois que lui-même ou l'un de ses dirigeants a acquis des titres par le moyen d'un placement privé, de proposer au public des titres identiques à un prix nettement supérieur alors que rien dans l'évolution de la société ne justifie cet écart. Il se doit de ne laisser planer aucun doute sur son indépendance.

En dernier lieu, l'utilisation que Mazarin a faite dans cette affaire du placement privé appelle quelques observations. Rappelons que le placement privé intervient fin mars et début avril, à une époque où Mazarin prépare déjà son prospectus qu'elle devait déposer le 17 avril 1985. Alors que normalement le placement privé procure à la société des fonds qui lui permettent d'acquérir un terrain ou de faire certains travaux en vue d'être en meilleure position pour collecter des fonds lors du placement avec prospectus, on n'a montré dans la présente affaire aucun emploi utile pour la partie des fonds recueillis par le placement privé qui n'a pas été affectée au paiement du terrain. D'ailleurs, le peu de temps qui sépare les deux placements rendait presque impossible l'exécution de travaux qui auraient employé ces fonds.

De surcroît, cette très brève période, au cours de laquelle on n'a pas effectué de travaux, fait ressortir le caractère exorbitant de l'écart de prix entre les deux placements: un écart du simple au double, en l'espace de deux ou trois semaines. Dans ce contexte, on peut craindre que le placement privé, loin de servir à l'accomplissement de travaux utiles, constitue un moyen détourné de faire réaliser une bonne affaire à quelques personnes qu'on veut favoriser. Aussi, la Commission entend-elle scruter avec beaucoup de minutie les placements privés effectués à un prix nettement moindre que celui proposé au public à l'occasion d'un placement avec prospectus qui intervient peu de temps après le placement privé.

La décision

Pour ces motifs, la Commission maintient la décision du directeur de l'information de refuser d'accorder le visa du prospectus du 17 avril 1985 et la dispense de prospectus pour le placement de 950 000 actions ordinaires de la Société d'exploration minière Mazarin Inc. auprès de MM. Régis Labeaume et Claude St-Jacques.

Objet: La Société en commandite Cache-Somerville

L'audience

Cette audience publique, tenue le 29 juillet 1985, avait pour objet de faire réviser par la Commission la décision n° 1157-I-85 du Directeur de l'information, rendue le 12 juillet 1985, par laquelle il refusait d'apposer le visa sur le prospectus de La Société en commandite Cache-Somerville (« la société ») daté du 3 mai, concernant le placement de parts de la société.

Description du placement et de l'entreprise

La société en commandite Cache-Somerville a déposé un prospectus provisoire le 10 mai 1985, en vue du placement pour compte par La Maison de courtage mobilier Somerville Ltée (« le courtier ») d'un minimum de 130 parts et d'un maximum de 200 parts de la société au prix de 5 000 $ chacune.

La société avait conclu une entente de financement avec Explorations Cache Inc., en vertu de laquelle cette dernière s'engageait à employer le produit net du placement à un programme d'exploration minière sur des terrains qui lui appartiennent ou sur lesquels elle détient des intérêts, situés dans les comtés de Compton et de Frontenac, en Estrie.

Chaque part confère à son détenteur:

a) des avantages fiscaux,

b) le droit de recevoir jusqu'à 10 onces d'or, dans l'éventualité où il y aurait exploitation commerciale des terrains;

c) le droit de recevoir une quote-part de 10 % des profits nets, tels que définis, provenant de l'exploitation commerciale éventuelle des terrains;

d) le droit de convertir ladite quote-part des profits nets en 2 000 actions ordinaires d'Explorations Cache Inc., entre le 1er mai 1986, et le 31 décembre 1987, indépendamment du fait qu'il y ait ou non exploitation commerciale des terrains.

Le promoteur de la société est La Maison de Ressources somerville Ltée (« le commandité »), dont madame Rosemary L. Christensen est la présidente et l'unique actionnaire. Cette dernière contrôle aussi le courtier. Les bureaux de ces sociétés sont situés à Montréal.

Les motifs de refus du Directeur

Le Directeur de l'information a refusé d'accorder le visa du prospectus parce qu'il considère:

1° qu'il est abusif de faire miroiter la distribution d'un maximum de 10 onces d'or aux détenteurs de parts de la société alors que le terrain sur lequel des travaux sont prévus n'a aucune réserve prouvée ou probable d'or;

2° que les frais du placement qui totalisent près de 20 % du produit sont exorbitants, compte tenu que le commandité, Maison de Ressources Somerville Ltée, a des liens avec le courtier.

L'argumentation sur ces motifs a fait l'objet d'un mémoire ainsi que d'une présentation orale lors de l'audience. Nous y reviendrons plus loins.

Les arguments de la requérante

Les arguments de la requérante peuvent se résumer de la façon suivante:

I — Quant au droit de recevoir éventuellement des onces d'or

1° Le droit accordé aux souscripteurs de parts de recevoir jusqu'à 10 onces d'or par part ne constitue aucunement un appât ou une leurre pour les épargnants, vu les divulgations amples et claires qui sont faites dans le prospectus. Conséquemment, les épargnants ne sont pas induits en erreur quant à ce bénéfice éventuel.

En effet, les circonstances pouvant donner lieu à des distributions d'or sont précisées plusieurs fois au prospectus; il n'y aura distribution de l'or que si:

a) les résultats des phases I et II du programme d'exploration démontrent l'opportunité d'entreprendre la phase III;

b) Explorations Cache Inc. réussit alors à réunir les fonds nécessaires pour entreprendre la phase III; et

c) des quantités suffisantes d'or sont alors découvertes pour justifier l'exploitation commerciale;

le tout sous réserve de certains aléas clairement mentionnés.

2° L'offre faite avec le prospectus est d'abord et avant tout un abri fiscal comportant pour un investisseur des modalités de rémunération éventuelle clairement définies, telles que: le droit de recevoir de l'or, une quote-part dans les profits nets et le droit de convertir cette quote-part en actions de Cache. Ce droit de conversion a surtout été offert aux investisseurs dans le but de leur procurer une certaine liquidité. L'or offert s'avère être une façon de rémunérer le capital investi par un épargnant, conforme avec les pratiques et coutumes du milieu de la prospection, laquelle est similaire à l'expectative de dividendes possibles pour un épargnant qui souscrit à un placement d'actions ordinaires.

MM. Roland Côté, Pierre Dussault et Henri-Paul Nadeau — Décision N° 74 0, le 26 août 1985

3° La requérante s'est basée sur plusieurs précédents, où les émetteurs accordaient aux souscripteurs le droit de recevoir, éventuellement, une certaine quantité de métaux précieux. À savoir:

— La société en commandite Muscocho 1982 (janvier 1982)

— La société en commandite Aiguebelle 1982 (septembre 1982)

— La société en commandite Metalor « A » (juin 1983)

— La société en commandite Abcourt II (1984) (août 1984)

— La société en commandite Stabell-Somerville 1983 (novembre 1984)

— La société en commandite Stabell-Somerville 1984 (novembre 1984)

Dans ces deux derniers cas, le Directeur avait accordé une dispense de prospectus, pour le placement de valeurs refuges à moins de 50 souscripteurs.

II — Quant à l'existence de réserves prouvées ou probables

1° Les procureurs de la requérante ont examiné les quatre premiers cas énumérés ci-dessus, pour répondre aux arguments et exemples avancés par la Direction de l'information dans son mémoire. Ils contestent l'existence de réserves prouvées ou probables de minerai: à leur avis, le texte des rapports géologiques indique plutôt des probabilités raisonnables.

2° Dans un témoignage détaillé, l'ingénieur minier de la société, M. Douglas Parent, a abondamment expliqué et commenté son rapport. Il a souligné que depuis le début du siècle les méthodes de recherche et la technologie sont plus sophistiquées et que l'expérience des chercheurs dans les placiers d'or est de beaucoup améliorée. Les méthodes modernes permettent de localiser plus rapidement et profondément les placiers d'or. À son avis, il sera en mesure, à la lumière des résultats du programme de travaux effectués selon une méthode différente qui a déjà fait ses preuves ailleurs, d'évaluer l'importance des réserves prouvées et probables sur le terrain et de déterminer l'opportunité ou non de procéder à l'exploitation commerciale.

3° Les procureurs en déduisent que la doctrine géologique et le témoignage de M. Parent à l'appui de ses prétentions font que son opinion sur l'état des terrains est dans les mêmes paramètres et à la mesure des autres opinions dans les cas cités. Ces autres appels publics à l'épargne pour des fonds servant à l'exploration étaient fondés sur des réserves aussi probables que dans ce cas-ci, où il y a suffisamment de prétentions géologiques qui permettent raisonnablement de conclure qu'il y a des réserves probalbes sur ces terrains et qu'il serait possible d'y développer éventuellement une exploitation commerciale.

Ils reconnaissent que des tests de forage ont été effectués dans le passé sur des terrains adjacents et que certaines quantités d'or y ont été découvertes. Toutefois, aucun rapport de ces recherches n'a été produit de sorte qu'il est impossible d'indiquer pour l'instant où est la « clef » de l'or dans cette région ni quelle est la teneur et l'importance des réserves sur le terrain.

4° Référant aux deux derniers exemples mentionnés plus haut de placements auprès de moins de cinquante souscripteurs avec dispense de prospectus, que le Directeur ne considère pas pertinents au débat, les procureurs de la requérante expriment l'avis qu'il y a peu de distinction entre un appel public à l'épargne et un placement privé, lequel exige presque sinon autant d'information qu'un prospectus. À moins que les personnes sollicitées ne soient des acquéreurs avertis, ils doivent être considérés en tant qu'épargnants ordinaires dans les deux cas.

III — Quant aux frais du placement

Ces frais qui comprennent le courtage de 9 %, 45 000 $ pour les frais juridiques, comptables et d'imprimerie et 25 000 $ pour rémunérer le commandité, totalisent 16 % du montant de l'offre maximale ou 19,8 % de l'offre minimale. Ils sont raisonnables et se situent dans la norme généralement acceptée.

Le fait que le commandité et le courtier aient des liens est jugé peu pertinent, car ceux-ci effectueront des prestations différentes.

Les arguments du Directeur

Les motifs de refus du Directeur sont établis dans le texte même de sa décision et plus amplement expliqués dans le mémoire soumis à l'audience.

Il souligne que la Commission n'a autorisé l'offre éventuelle de métaux précieux que d'une façon restreinte et que l'expérience est encore récente. Dans le cas sous étude, aucune réserve prouvée ou probable d'or n'a été établie sur les terrains où des travaux d'exploration sont proposés, et la distribution d'or aux épargnants ne sera possible que si une troisième phase de travaux est justifiée avant de procéder à l'exploitation commerciale, ce qui est très aléatoire. Dans les autres dossiers, les rapports géologiques faisaient état de réserves prou-

vées ou probables, ce qui permettait de croire qu'une exploitation commerciale serait éventuellement possible.

Enfin, dans le présent cas, la protection des épargnants justifie l'exercice de sa discrétion quant au coût total du placement, vu les liens entre le promoteur et le courtier.

Les observations de la Commission

Cette nouvelle forme de partage des résultats éventuels d'un projet d'exploration minière est relativement récente.

La Commission n'a accepté cette nouvelle pratique que dans les cas où des réserves prouvées ou probables, tel que ces termes sont définis dans l'Instruction générale canadienne n° 2 « *Directives à l'usage des ingénieurs, géologues et prospecteurs concernant la présentation de rapports* », ont déjà été établies à l'égard des terrains pour lesquels des travaux et un financement sont projetés.

Cette contrainte visait évidemment à minimiser l'attrait excessif, aux yeux des épargnants, d'une répartition éventuelle très aléatoire de métaux précieux. En effet, faire entrevoir une possibilité aussi attrayante de gain éventuel, sans au moins un minimum de probabilités, constitue une promesse abusive, nonobstant la clarté de la divulgation et des caveats à ce sujet.

Dans le présent cas, nous arrivons à la conclusion qu'il n'y a pas lieu, pour le moins, d'élargir cette attitude. Dans les circonstances, il est prématuré et même trompeur de proposer une distribution possible d'une valeur importante de lingots d'or.

L'objet de cette audience et la nature des arguments invoqués de part et d'autre ont suscité notre intérêt au plus haut point. Non seulement avons-nous étudié cette requête à fond, mais nous avons examiné tous les dossiers cités et considéré les problèmes abordés dans leur ensemble, avec un certain recul.

Notre réflexion nous amène à mettre en doute le bien-fondé même de l'expérience récente que constitue la promesse de livraison éventuelle d'une quantité de métaux précieux aux souscripteurs de valeurs mobilières. Cela nous apparaît détourner l'attention de l'épargnant des motifs véritables de son placement, de sa nature réelle et de l'appréciation des risques et des gains éventuels. Nous y percevons un miroitement, voire même un élément s'apparentant à une loterie, ce qui est de nature à affecter indûment le choix ou la décision d'un épargnant et va à l'encontre du fonctionnement d'un marché des valeurs mobilières sain et efficace, fût-il spéculatif.

Les procureurs de la requérante ont avancé un argument fort intéressant, en discutant du rôle de la Commission dans ce dossier. Ils croient que la Commission n'a pas à exercer sa discrétion quant au sujet en litige puisque la protection des épargnants n'est pas affectée vu qu'on leur offre un avantage (éventuel) qui ne comporte aucun préjudice et n'occasionne aucun conflit d'intérêts avec les promoteurs. Les normes de « blue sky » ne trouvent donc pas application, et la Commission doit seulement s'assurer que la divulgation est complète et claire.

Nous avons déjà présenté les éléments de réponse. Le miroitement d'un gain fortuit éventuel en nature, s'ajoutant à la fluctuation du cours des actions et au partage des profits futurs, fausse l'appréciation froide des risques.

On nous a aussi dit que cette promesse d'or équivaut à la mention de dividendes éventuels. Or, dans le cas d'une société commerciale ou industrielle en voie de développement, si l'épargnant espère bien sûr recevoir des dividendes si l'entreprise prospère, cet élément n'est pas décisif dans son choix d'investissement et aucune projection ou hypothèse quant aux dividendes éventuels n'est permise. Il apprécie les résultats passés et les projets pour évaluer la probabilité d'une rentabilité accrue et d'une plus-value des actions. Ici, on lui laisse plutôt entrevoir un remboursement possible de son capital.

En référant aux deux placements dits privés effectués en 1983 et 1984 par le même courtier-promoteur, les deux intervenants ont présenté des points de vue différents. Il nous semble que la notion de placement privé est imprécise. Le véritable placement privé est celui qui est effectué par un émetteur auprès d'acquéreurs avertis, avec ou sans l'entremise d'un courtier. Par ailleurs, le placement de valeurs (qu'elles soient ou non des valeurs refuges) fait par un courtier, auprès de cinquante souscripteurs ou moins, est un appel public à l'épargne même s'il est fait sans publicité et s'il n'est pas offert au public en général; tout au plus pourrait-on le qualifier de placement semi-public, mais sûrement pas privé. Quoi qu'il en soit, nous sommes d'avis que la même qualité d'information et de protection des épargnants s'impose.

Curieusement, on n'a pas relevé au cours de l'audience le fait que ces deux placements successifs concernant un même terrain ont été autorisés par le Directeur alors qu'ils comportaient un droit semblable de recevoir des onces d'or bien qu'aucune réserve prouvée ou probable n'ait été établie. Nous l'avons constaté avec étonnement à notre examen subséquent. De plus, la distribution promise devient beaucoup plus importante et taxera lourdement toute production éventuelle. S'il s'avérait

nécessaire d'effectuer un financement additionnel comportant les mêmes modalités de rétribution des souscripteurs, il faudrait découvrir un gisement considérable pour réaliser leurs attentes combinées.

Enfin, nous avons relevé plusieurs éléments d'information qui devraient être précisés avant que le Directeur n'accorde un visa à un prospectus modifié de la société, qui éliminerait le droit de recevoir éventuellement une quantité d'or. Ces observations seront transmises séparément.

La décision

La Commission maintient la décision du Directeur, quant au premier motif de refuser d'accorder son visa au prospectus de La société en commandite Cache-Somerville, tel que présenté.

Le second motif n'est pas retenu, considérant que les frais du placement ne sont pas déraisonnables dans les circonstances.

Objet: La Société en commandite Centre Marina — Interdiction prononcée le 30 octobre 1985

L'audience

La Société en commandite Centre Marina, les Immeubles Marina Inc. et Michel Bolduc, ont fait l'objet d'une ordonnance prononcée le 30 octobre 1985 leur interdisant d'effectuer le placement de parts de la Société en commandite Centre Marina. Cette ordonnance a été rendue sans que les parties visées aient été entendues. L'audience du 8 novembre 1985 avait pour but de leur donner l'occasion d'être entendus conformément à l'article 318 de la Loi sur les valeurs mobilières.

La dispense de l'article 47

L'interdiction est fondée sur deux points:

1° le placement de parts de la société en commandite Centre Marina ne satisfait pas aux conditions fixées par le paragraphe 5° de l'article 47 de la Loi, puisque l'opération comporte des frais de placement ou de promotion autres que des honoraires et la rémunération versée à un courtier inscrit;

2° les « frais d'émission » apparaissent excessifs et contraires à la lettre et à l'esprit de l'article 47 de la Loi.

Quant au premier point, il incombe à celui qui invoque une dispense de démontrer qu'il remplit toutes les conditions attachées à cette dispense. En l'occurrence, il s'agit de décider s'il y a d'« autres frais de placement ou de promotion que des honoraires et la rémunération versée à un courtier inscrit ».

Pour vérifier dans quelle mesure les « frais d'émission » entraient dans le cadre de la dispense de l'article 47, les services de la Commission ont demandé à l'émetteur, dans une lettre datée du 16 octobre, de « justifier l'écart entre le placement de 1 200 000 $ et le produit net du placement de 850 000 $, soit des frais d'émission de 350 000 $, de façon détaillée ».

En réponse à cette demande, la Commission a reçu, le 25 octobre, un document non daté et non signé, intitulé Facture et présenté par Michel Bolduc à la Société en commandite Centre Marina pour « honoraire de consultation ». Ce document énumère 15 postes différents, mais sans aucune ventilation de la rémunération, pour laquelle on ne donne que le chiffre global de 350 000 $.

C'est après avoir reçu ce document que la Commission a prononcé une interdiction et convoqué une audience. L'émetteur n'a présenté, lors de l'audience, aucun éclaircissement sur le détail de ces dépenses et sur leur conformité au paragraphe 5° de l'article 47. À la clôture de l'audience, le président a demandé à l'avocat de la société de lui faire parvenir des éclaircissements sur ces points. La Commission a reçu, le 11 décembre, une lettre de quatre pages qui ne fournit aucun des éclaircissements attendus.

Le texte du paragraphe 5° de l'article 47 est très restrictif: « sans autres frais de placement ou de promotion que les honoraires et la rémunération versée à un courtier inscrit ». Deux catégories de personnes peuvent toucher une rémunération selon cette dispense: d'une part, les membres des professions libérales (généralement avocats et comptables) dont l'intervention est nécessaire pour le montage de l'opération et d'autre part, un courtier inscrit.

Or, il n'a pas été démontré que la rémunération versée à M. Bolduc entrait dans l'une ou l'autre de ces catégories: la plupart des services énumérés ne sont pas de ceux qui exigent l'intervention d'un comptable ou d'un avocat et M. Bolduc n'est pas non plus courtier inscrit. On pourrait tenter d'écarter ces questions en soutenant que les services en cause ne constituent pas des « frais de placement ou de promotion », mais il suffit de passer en revue la liste de ces services pour voir qu'un bon nombre, au contraire, entrent d'emblée dans les frais de placement ou de promotion.

La raison d'être de cette dispense étant de permettre à une société de faire un placement sans tous les frais reliés à l'établissement d'un prospectus, la Commission ne voit pas de raison d'admet-

---

MM. Paul Guy et Pierre Dussault — Décision N° 7600, le 18 décembre 1987

tre, dans le cadre de cette dispense, des frais qui ont été nettement exclus. Il serait paradoxal d'admettre que, sous le régime d'une dispense visant à favoriser une réduction des frais de placement, un intermédiaire puisse toucher 350 000 $ sur un placement total de 1 200 000 $.

Quant au deuxième motif de l'interdiction du 30 octobre, l'avocat de la société a longuement argumenté sur le caractère raisonnable de cette rémunération, tant à l'audience que dans la lettre transmise à la suite de celle-ci. Vu la position prise par la Commission sur le premier point, il n'est pas nécessaire de statuer sur cette question.

EN CONSÉQUENCE, LA COMMISSION:

interdit à la Société en commandite Centre Marina, aux Immeubles Marina Inc. et à Michel Bolduc d'effectuer le placement de parts de la Société en commandite Centre Marina.

Objet: Les Restaurants Sportscene Inc.

L'audience, tenue les 17 et 18 décembre 1985, visait à réviser la décision n° 2371-I-85 rendue le 13 décembre, par laquelle le Directeur de l'information refusait d'apposer le visa sur le prospectus du 11 décembre de Les Restaurants Sportscene Inc. concernant le placement de 910 000 actions ordinaires au prix de 2,50 $ l'action.

Des cinq motifs de refus, les trois derniers furent réglés à la satisfaction du Directeur et de la Commission au cours de l'audience, l'émetteur ayant proposé de convertir en actions des emprunts faits par la société auprès des actionnaires fondateurs, de restructurer le capital, et de modifier les états financiers pour les rendre conformes aux principes comptables généralement reconnus. Dans ce dernier cas, il s'agissait de répartir adéquatement entre l'actif corporel et l'achalandage le prix d'achat de sociétés apparentées.

Les deux premiers motifs du refus s'énonçaient ainsi:

1° l'option de vente proposée par les principaux actionnaires ainsi que les contraintes auxquelles est assujettie cette option sont de nature à fausser le mécanisme normal de l'établissement des cours de ces actions en bourse qui devrait être fondé sur l'offre et la demande;

2° l'option de vente est une offre publique d'achat en vertu des articles 110 et 113 de la Loi, et par conséquent, ne respecte pas les dispositions du titre IV de la Loi.

En ce qui concerne le premier point, nous ne voyons pas d'objection de principe au fait qu'une option de vente (comportant la détermination du nombre d'actions ainsi que du prix et de la date de levée) soit offerte par les trois actionnaires fondateurs à l'occasion du placement, selon la description donnée au prospectus.

Quant au second point, les initiateurs ont convenu de respecter les dispositions du titre IV de la Loi au moment de la levée de l'option.

En conséquence, la Commission révoque la décision du Directeur en ce qui concerne l'option de vente et, compte tenu des explications fournies lors de l'audience ainsi que des modifications que l'émetteur a convenu d'apporter au prospectus, remet le dossier au Directeur afin qu'il accorde le visa sur réception du texte définitif.

Cette décision fut rendue séance tenante.

Dissidence du vice-président Côté

Je suis d'accord avec mes collègues quant à la disposition des motifs 2 à 5.

Cependant, je maintiendrais le premier motif de refus du Directeur, concernant l'option de vente proposée aux souscripteurs.

Rappelons brièvement les éléments pertinents. La société veut effectuer son premier appel public à l'épargne au moyen d'un prospectus en offrant des actions ordinaires au prix de 2,50 $ accompagnées de bons de souscription. Elle confirme que les actions seront admissibles à un régime d'épargne-actions, donnant droit à une déduction égale à 150 % de leur coût en vertu des dispositions de la Loi sur les impôts.

Tel que décrit plus en détail au prospectus, les épargnants qui acquièrent des actions ordinaires au moment du placement et qui les détiennent de façon continue jusqu'au 31 décembre 1986 auront droit de les vendre en janvier 1987 aux trois actionnaires fondateurs de la société au prix de 1,30 $ l'action, soit 52 % de leur coût, sujet à un nombre maximum d'actions ne devant pas excéder 80 %, subséquemment réduit à 60 %, des actions émises en vertu du prospectus. À mon avis, l'octroi d'une telle option de vente dans les circonstances est inacceptable, pour les motifs suivants:

1) Il s'agit d'un premier appel public à l'épargne par la société, et on place des actions ordinaires qui ne le sont pas.

   En effet, le courtier preneur ferme a admis que ces titres comportent les caractéristiques de « retractable preferred shares » (j'ajouterai convertibles), sous une appellation différente. À mon avis, ce qu'on offre en substance ce sont des actions privilégiées ne comportant pas de dividende, rachetables au gré de l'actionnaire à

MM. Paul Guy, Roland Côté et Maurice Cusson — Décision n° 7619, le 10 janvier 1986

moitié prix dans un an, ou alors automatiquement convertibles en actions ordinaires.

2) On propose aux épargnants un investissement présumé « sans risque », puisqu'ils pourront bénéficier des plus-values si les perspectives de rentabilité de la société se confirment et que le cours des actions se maintient ou s'améliore, et qu'en cas contraire ils ne subiraient pas de perte car le prix de levée de l'option, ajouté au dégrèvement fiscal qu'ils auraient obtenu en vertu du Régime d'épargne-actions, rembourserait leur mise de fonds.

   Ce calcul néglige évidemment le coût d'opportunité d'un investissement à rendement nul, et la probabilité que l'option ne s'applique pas à la totalité des actions acquises.

   Mais surtout, ce titre hybride constitue un paradoxe et dénature son objet fondamental.

3) L'existence même de cette option de vente affectera défavorablement la liquidité du marché secondaire et le mécanisme normal d'établissement du cours des actions de la société.

   En outre, cela risque de créer une certaine confusion et une difficulté accrue tant pour les épargnants que pour leurs conseillers de prendre les décisions appropriées.

   Ce n'est pas sans raison que les bourses ont constitué un marché distinct pour les options.

4) Les requérants ont tenu compte des objections soulevées dans la décision minoritaire concernant le premier placement effectué par la société Cascades Inc. en décembre 1982 en vertu du Régime d'épargne-actions (voir la Décision n° 6803 du 18 mars 1983). Ils ont souligné les améliorations importantes apportées, comparativement à ce cas-référence qui constituait l'unique précédent, notamment quant à l'emploi du produit de l'émission et au prix de rachat. Toutefois, les mêmes aspects fondamentaux demeurent, tels que mentionnés ici.

Pour ces raisons, je serais prêt à accorder le visa du prospectus à condition que l'option de vente soit supprimée.

Objet: La Société en commandite Héva 1985 et Les Entreprises d'exploration New Goldcore Ltée

L'audience

Cette audience publique tenue le 13 novembre 1985 avait pour objet de faire réviser par la Commission la décision n° 1791-I-85 du directeur de l'information, rendue le 18 octobre 1985, par laquelle il refusait d'accorder le visa au prospectus des requérantes.

Description du placement

La Société en commandite Héva 1985 (« Héva ») et Les Entreprises d'Exploration New Goldcore Ltée (« New Goldcore »), (ci-après appelées collectivement « les requérantes »), ont déposé un prospectus provisoire daté du 26 août 1985, en vue du placement pour compte par le courtier de Leeuw & Associés Inc. d'un maximum de 3 500 unités au prix de 1 000 $ chacune pour un montant total maximum de 3 500 000 $. L'offre comportait aussi un minimum de 750 unités pour un montant de 750 000 $.

Chaque unité se compose:

i) d'une part de la société en commandite Héva;

ii) de 800 bons de souscription à des actions ordinaires de New Goldcore; et

iii) d'un nombre encore indéterminé d'actions ordinaires de New Goldcore.

De plus, chaque part de la société donne droit à son porteur de recevoir 200 droits d'achat d'or, lors de la dissolution de celle-ci prévue durant 1986. Cinquante droits d'achat d'or permettront à leur détenteur, durant une période de cinq ans à compter de soixante jours suivant le début de l'exploitation commerciale de la propriété Héva ou Hosco et à la condition que New Goldcore soit assurée de produire annuellement 15 000 onces d'or, d'acheter de New Goldcore une demi-once d'or au prix de 125 $.

C'est ce dernier élément (les droits d'achat d'or) qui fait l'objet du présent litige devant la Commission.

Le motif de refus du Directeur

Le directeur de l'information a refusé d'accorder le visa du prospectus parce qu'il considère:

« (qu') il est inacceptable qu'une société minière d'exploration et de mise en valeur prenne l'engagement de livrer aux souscripteurs de ses valeurs une quantité quelconque des produits de l'exploitation d'un terrain minier, car cela pourrait détourner l'attention de l'épargnant des motifs véritables

---

MM. Roland Côté, Harry J.F. Bloomfield et Henri-Paul Nadeau — Décision n° 7560, le 21 janvier 1986

de son placement, de sa nature réelle et de l'appréciation des risques et des gains éventuels. »

Brève description du projet

La Société en commandite Héva 1985 a été constituée le 12 août 1985 en vertu des lois de la province de Québec. Le 21 août, elle a conclu avec New Goldcore une entente de participation à des programmes de travaux sur les terrains ou propriétés Héva et Hosco, à laquelle est intervenue Amberquest Resources Ltd. en sa qualité de détenteur d'un intérêt dans les propriétés, et Norgold Management Ltd. en sa qualité de gérant nommé aux termes d'une convention de coparticipation entre New Goldcore et Amberquest Resources Ltd.

Les Entreprises d'Exploration New Goldcore Ltée a été constituée en septembre 1982, en vertu des lois de la Colombie-Britannique. Ses actions ordinaires sont inscrites à la cote de la Bourse de Vancouver et de la Bourse de Montréal. Monsieur John W. Kentish, de Vancouver, en est le président et le principal actionnaire.

Le 1er août 1984, New Goldcore et Amberquest Resources Ltd. ont convenu de participer à une option d'achat représentant, pour chacune, 30 % des intérêts dans deux des propriétés Rouyn-Merger, Hosco et Héva, situées au Québec. New Goldcore et Amberquest ont toutes deux obtenu cette option de Norgold Management Ltd., qui l'avait acquise de Sasu Investments Inc., qui la tenait elle-même de SOQUEM, laquelle détient l'option sur les propriétés minières. Ces ententes prévoient que Norgold Management Ltd. dirigera les programmes d'exploration et de mise en valeur des propriétés. New Goldcore et Amberquest gagneront cet intérêt indivis de 60 % dans les propriétés Héva et Hosco en effectuant des travaux d'exploration de surface et souterraine pour un montant minimum de 4 000 000 $ avant le 28 mai 1987, et des versements pour l'option. Au 26 août 1985, New Goldcore de concert avec Amberquest ont effectué des travaux d'exploration totalisant 1 545 000 $ et des paiements d'option de 200 000 $.

Amberquest Resources Ltd. est une société d'exploration minière dont les actions sont inscrites à la cote des bourses de Vancouver et Montréal, et dont le président et principal actionnaire est monsieur John W. Kentish. Ce dernier est aussi le président et principal actionnaire de Sasu Investments Inc., et l'unique actionnaire de Norgold Management Ltd.; Sasu et Norgold sont deux sociétés fermées.

Le 15 août 1985, New Goldcore a convenu d'acquérir d'Amberquest Resources Ltd. ses droits et intérêts dans les propriétés Héva et Hosco, en considération d'un paiement de 830 500 $ garanti par une débenture convertible portant intérêt à 7½ % par année, échéant le ou avant le 30 septembre 1990.

Les principaux arguments des requérantes

1) L'état des propriétés minières

Le but des travaux d'exploration sur la propriété Héva est de recueillir l'information nécessaire à une étude de faisabilité en vue d'une décision de mise en production. Il ne s'agit pas ici d'un terrain vierge, car des travaux antérieurs ont déjà permis d'établir une certaine quantité de réserves prouvées et probables, tel que mentionné au prospectus.

2) Les précédents

Les émetteurs ont rappelé notamment les critères énoncés par le Directeur à l'occasion de l'analyse du dossier de la Société en commandite Rouyn 1985, puis de la Décision n° 7490 rendue le 26 août 1985 par la Commission dans le dossier de la Société en commandite Cache-Somerville.

Ils en concluent que, vu l'existence de réserves prouvées et probables de minerai dans le présent cas, on n'y retrouve pas le risque de faire miroiter une promesse abusive d'une répartition aléatoire de métaux précieux. De plus, puisqu'on offre des options d'achat à prix réduit d'une certaine quantité d'or, et non un dividende ou un don pur et simple, cette même critique ne s'applique pas.

Par ailleurs, la Commission serait liée par les critères de l'exercice de sa juridiction qu'elle a énoncés dans l'affaire Cache-Somerville.

3) Les risques de l'exploration minière

Les lois fiscales encouragent fortement l'investissement du public dans l'exploration minière.

Cela n'élimine pas tous les risques, loin de là, et c'est pourquoi les requérantes veulent accorder aux souscripteurs des droits d'achat d'or comme une alternative et un supplément aux autres caractéristiques usuelles dans ce genre de placement, notamment l'inclusion d'actions et de bons de souscription à des actions du commandité, pour éviter une trop grande dilution.

Les principaux arguments du Directeur

1) Chaque prospectus doit faire l'objet d'une étude particulière avant que le Directeur ne décide d'accorder ou non le visa, dans le cadre des dispositions de la Loi.

2) New Goldcore est une société d'exploration et de mise en valeur. Toute mention quant à une distribution éventuelle de métaux précieux aux épargnants ne devrait être acceptée que dans le

cas où l'émetteur est une société rendue au stade de l'exploitation commerciale.

3) Cette mesure de protection des épargnants a trouvé son application dans la plupart des décisions du même type, et elle s'appuie sur les observations suivantes prononcées par la Commission dans sa décision du 26 août 1985 concernant Cache-Somerville:

> « Notre réflexion nous amène à mettre en doute le bien-fondé même de l'expérience récente que constitue la promesse de livraison éventuelle d'une quantité de métaux précieux aux souscripteurs de valeurs mobilières. Cela nous apparaît détourner l'attention de l'épargnant des motifs véritables de son placement, de sa nature réelle et de l'appréciation des risques et des gains éventuels. Nous y percevons un miroitement, voire même un élément s'apparentant à une loterie, ce qui est de nature à affecter indûment le choix ou la décision d'un épargnant et va à l'encontre du fonctionnement d'un marché des valeurs mobilières sain et efficace, fût-il spéculatif. »

4) Dans le présent dossier, New Goldcore n'étant pas en exploitation ni au stade de le devenir incessamment, les épargnants ne bénéficient d'aucune assurance raisonnable qu'ils pourront un jour lever leurs options d'achat d'or.

Observations et opinions des membres de la Commission

Les requérantes ont très bien présenté leur dossier, et les explications données comportent des éléments valables.

Toutefois, nous sommes d'avis que les remarques suivantes s'imposent avant de discuter de l'autorisation du placement tel que proposé, c'est-à-dire sous la forme d'unités comportant, entre autres, des droits d'achat d'or auprès du commandité.

Nous avons retenu particulièrement le fait que si seulement le montant minimum de 750 000 $ du placement pour compte était recueilli des souscripteurs, le produit net serait insuffisant pour réaliser une partie raisonnablement importante des travaux nécessaires pour déterminer si les terrains recèlent une quantité commerciale de minerai. En effet, si l'on note le coût du programme complet de travaux recommandé par l'ingénieur géologue Claude Larouche pour la seule propriété Héva, soit 1 555 030 $ pour l'exploration souterraine, 134 000 $ pour l'extraction d'un échantillon pour des essais métallurgiques et 135 470 $ pour une étude de faisabilité de l'exploitation commerciale, soit 1 824 500 $ au total, on doit conclure que le projet serait alors irréaliste. Un montant global identique serait aussi requis pour exécuter le programme de travaux sur le terrain Hosco.

Par ailleurs, nous avons tenu compte du fait que le commandité ne détient qu'un intérêt de 30 % dans ces terrains, bien qu'il ait négocié l'acquisition d'une autre tranche de 30 % présentement détenue par Amberquest Resources Ltd., une société dont le président de New Goldcore est un actionnaire important. Le prix d'achat de cette deuxième tranche peut représenter un très lourd fardeau financier pour le commandité, bien que la contrepartie de 830 500 $ soit une débenture convertible, considérant sa condition financière. De surcroît, ces droits dans les terrains nommés Rouyn-Merger, Hosco et Héva, comportent d'importants engagements pour effectuer les travaux d'exploration requis.

À tout événement, il nous apparaît très prématuré et aléatoire d'offrir des droits d'achat d'or, dans la situation actuelle du commandité et l'état des terrains sur lesquels tout en détenant certains droits il projette d'effectuer des travaux d'exploration.

Nous croyons aussi qu'il serait contraire au bon fonctionnement d'un marché organisé qu'on y négocie des droits d'achat d'or (effectivement des options) dont la réalité sous-jacente est aussi aléatoire.

Nous avons pris en considération les arguments des requérantes à l'effet qu'aucune instruction générale n'interdit ou ne réglemente l'offre aux souscripteurs de produits miniers résultant de l'exploitation éventuelle, et que l'expérience récente, bien que fondée sur l'examen de chaque cas, montre que la Commission ne s'y est pas opposée lorsque des travaux antérieurs ont établi une certaine quantité de réserves prouvées ou probables. Sans nous prononcer quant à l'adoption ultérieure d'une politique à ce sujet par la Commission, nous sommes d'avis, à l'examen de l'ensemble de ce dossier, que la protection des épargnants et le souci de favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs nous amènent à refuser la présente demande.

Dans notre appréciation des exigences découlant de la protection des épargnants, nous tenons compte de divers facteurs déjà mentionnés, notamment les particularités et la structure d'ensemble du projet présenté aux épargnants, et la possibilité pour eux d'en bien discerner la nature, la complexité et les risques.

La décision

En conséquence, après avoir examiné le dossier, entendu les parties et délibéré, la Commission maintient le refus du Directeur et refuse d'accorder le visa du prospectus déposé, pour autant que chaque part de La Société en commandite Héva 1985

comporte des droits d'achat d'or de Les Entreprises d'Exploration New Goldcore Ltée.

Le dispositif de cette décision fut transmis verbalement au procureur des requérantes le 20 novembre 1985.

Régimes particuliers

Objet: Options sur contrats à terme — Dispense des obligations prévues aux articles 67 et 167 de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.Q., chapitre V-1.1)

Considérant que, par application de l'article 67, la personne qui met en circulation des options visées aux paragraphes 5° et 8° de l'article 1 doit être agréée par la Commission;

Considérant que la personne qui met en circulation ces options doit, en outre, établir un document d'information décrivant le fonctionnement du marché et, le cas échéant, les divers contrats;

Considérant que l'article 167 de la Loi exige que les courtiers remettent à leur client un exemplaire du document prévu à l'article 67 avant toute opération sur les titres visés à cet article;

Considérant que le document d'information donné en annexe présente l'information nécessaire aux investisseurs;

Considérant que la Commission peut, en vertu de l'article 263 de la Loi, dispenser des obligations prévues aux articles 67 et 167 pour autant que cette dispense ne porte pas atteinte à la protection des épargnants;

EN CONSÉQUENCE, la Commission décide:

1° la personne qui met en circulation des options sur contrats à terme visées à l'article 67 de la Loi est dispensée de l'obligation d'établir le document d'information qui y est prévu;

2° la mise en circulation des options sur contrats à terme suivantes est autorisée:

a) l'option sur contrat à terme d'or, négociée sur le Winnipeg Commodity Exchange;

b) les options sur contrats à terme négociées sur les bourses de commerce des États-Unis à la condition que ces options aient été approuvées par la *Commodity Futures Trading Commission*;

3° le document d'information apparaissant en annexe est approuvé;

4° le commissionnaire est dispensé de la remise à son client du document prévu à l'article 67 de la Loi, à la condition qu'il lui remette, avant la première opération touchant des options sur contrats à terme, le document d'information apparaissant en annexe.

MM. Paul Guy et Maurice Cusson — Décision n° 7650, le 19 février 1986

ANNEXE

Aucune Commission de valeurs mobilières ni aucune autorité similaire au Canada ne s'est prononcée sur la qualité des options décrites dans le présent document; toute personne qui donne à entendre le contraire commet une infraction. Le présent document contient sous forme abrégée les informations relatives aux options décrites. On pourra obtenir des renseignements supplémentaires auprès de son commissionnaire.*

DOCUMENT D'INFORMATION SUR LES OPTIONS NÉGOCIABLES SUR CONTRATS À TERME

L'achat et la vente d'options peuvent comporter des risques importants, reliés surtout à l'utilisation qu'on fait des options et à l'objectif poursuivi. Elles ne conviennent pas forcément à tous les épargnants. Voir les rubriques « Certains facteurs de risque » et « Information supplémentaire ».

DATE

NOM ET ADRESSE DU COMMISSIONNAIRE

* Un commissionnaire est un intermédiaire habilité à négocier des contrats à terme ou des options sur contrats à terme.

DOCUMENT D'INFORMATION SUR LES OPTIONS NÉGOCIABLES SUR CONTRATS À TERME

PARTIE I — INTRODUCTION

Le présent document d'information donne des informations générales sur la nature de l'option, les exigences relatives aux achats et aux ventes d'options négociables sur contrats à terme et les risques qui en découlent.

De façon générale, une option sur contrat à terme est un contrat qui donne à l'acheteur, moyennant une contrepartie, le droit d'acheter (dans le cas de l'option d'achat) ou de vendre (dans le cas de l'option de vente) un contrat à terme donné à un prix de levée convenu et dans un délai déterminé. La contrepartie est le prix de l'option, payé pour l'achat d'une option et ce prix est déterminé aux enchères en bourse. Le prix de l'option est payé par l'acheteur et reçu par le vendeur. Aucune partie de ce prix n'est conservée par la bourse sur laquelle l'opération est effectuée, ni par la chambre de compensation. De plus, les acheteurs et les vendeurs d'options payent des frais d'opération qui peuvent comprendre les commissions, des droits et d'autres frais qui peuvent être occasionnés relativement à chaque opération sur options.

Avant de négocier des options sur contrats à terme, vous devez lire ce document avec attention. Ceci est important en raison des risques particuliers qu'elles comportent.

Si vous avez l'intention d'acheter une option sur contrat à terme, vous devez réaliser que vous aurez à payer le prix de l'option et une commission. Le prix de l'option compense le vendeur de l'option pour le risque qu'il prend. La commission rémunère le commissionnaire qui effectue pour vous l'opération. En conséquence, pour éviter une perte, il faut, avant l'échéance de l'option, que le prix du contrat à terme faisant l'objet de l'option s'élève au-dessus ou descende au-dessous du prix de levée, suivant le cas, à un degré suffisant pour amortir à la fois le prix de l'option et la commission.

Si vous avez l'intention de vendre une option sur contrats à terme, vous devez réaliser que vous serez obligé d'acheter ou de vendre le contrat à terme faisant l'objet de l'option si l'acheteur décide de lever l'option. Si vous vendez une option et que vous n'avez pas une position acheteur ou vendeur correspondante sur le contrat à terme, il n'y a pas de limite à votre perte éventuelle; celle-ci n'est fonction que de la hausse ou de la baisse du prix du contrat à terme faisant l'objet de l'option.

Aucune commission des valeurs mobilières, ni aucune autorité similaire au Canada ne s'est prononcée sur la qualité des options sur contrats à terme décrites dans le présent document; toute personne qui donne à entendre le contraire commet une infraction.

Ceci n'est pas la seule partie de ce document qui est importante. Vous devriez étudier attentivement la partie II de ce document d'information et poser des questions sur tout ce qui n'est pas clair avant d'effectuer votre première opération.

PARTIE II — LA NÉGOCIATION DES OPTIONS SUR CONTRATS À TERME

TABLE DES MATIÈRES PAGE

Lexique
Nature des options sur contrats à terme
Certains facteurs de risque
Mécanismes de la négociation d'options sur contrats à terme
Exigences de couverture
Levée des options sur contrats à terme
Date d'échéance des options sur contrats à terme
Compensation
Devises
Commissions et autres frais d'opération
Bourse et chambre de compensation
Caractéristiques des contrats
Conséquences fiscales
Information supplémentaire
Accusé de réception

LEXIQUE

1. *Bourse de commerce*: organisme, créé en vue de mettre en place un marché pour la négociation de contrats à terme ou d'options sur contrats à terme.
2. *Options négociables sur contrats à terme*: les options négociables sur contrats à terme traitées ici sont des options d'achat et des options de vente; elles sont négociées sur une ou plusieurs bourses de commerce. Chaque option négociable se distingue par le contrat à terme qui en fait l'objet, le prix de levée, la date d'échéance et le type d'opération sur lequel elle porte (achat ou vente).
   (a) *Option d'achat*: contrat par lequel l'acheteur obtient le droit d'acheter et le vendeur s'oblige à vendre le contrat à terme faisant l'objet de l'option au prix de levée convenu jusqu'à la date d'échéance de l'option.
   (b) *Option de vente*: contrat par lequel l'acheteur obtient le droit de vendre et le vendeur s'oblige à acheter le contrat à terme faisant l'objet de l'option au prix de levée convenu jusqu'à la date d'échéance de l'option.
   (c) *Contrat à terme faisant l'objet de l'option*: contrat à terme négociable sur lequel porte l'option, qui peut être acheté ou vendu lors de la levée de l'option sur contrat à terme.

(d) *Prix de levée*: prix déterminé auquel l'acheteur de l'option peut acheter ou vendre au vendeur de l'option le contrat à terme faisant l'objet de l'option lors de la levée de celle-ci.

(e) *Prix de l'option*: somme convenue entre les deux parties pour l'achat de l'option sur contrat à terme.

(f) *Date d'échéance*: dernier jour où une option sur contrat à terme peut être levée par l'acheteur.

(g) *Acheteur*: l'acheteur d'une option d'achat ou de vente. On dit qu'il a une position acheteur.

(h) *Vendeur*: le vendeur d'une option d'achat ou de vente. On dit qu'il a une position vendeur.

3. *Type d'option*: une option d'achat ou de vente.
4. *Catégorie d'options*: toutes les options du même type qui visent le même contrat à terme.
5. *Série d'options*: toutes les options de la même catégorie qui ont le même prix de levée et la même date d'échéance.
6. *Position acheteur*: avoir une position acheteur relativement à une option sur contrat à terme signifie avoir le droit de lever l'option jusqu'à la date d'échéance. Avoir une position acheteur relativement à un contrat à terme faisant l'objet de l'option signifie être dans l'obligation de prendre livraison de la marchandise ou du produit financier sur lequel porte le contrat à terme.
7. *Position vendeur*: avoir une position vendeur relativement à une option sur contrat à terme signifie être dans l'obligation d'acheter ou de vendre le contrat à terme visé par l'option lors de la levée de celle-ci. Avoir une position vendeur relativement à un contrat à terme faisant l'objet de l'option signifie être dans l'obligation de livrer la marchandise ou le produit financier sur lequel porte le contrat à terme.
8. Genres d'opérations sur options:

(a) *Achat initial*: opération par laquelle une personne achète une option sur contrat à terme et de ce fait prend ou renforce une position acheteur.

(b) *Vente initiale*: opération par laquelle une personne vend une option sur contrat à terme et de ce fait prend ou renforce une position vendeur.

(c) *Achat de liquidation*: opération par laquelle une personne qui a une position vendeur d'option liquide sa position en achetant une option de la même série que l'option déjà vendue.

(d) *Vente de liquidation*: opération par laquelle une personne qui a une position acheteur d'option liquide sa position en vendant une option de la même série que l'option déjà achetée.

NATURE DES OPTIONS SUR CONTRATS À TERME

Lorsque vous négociez une option sur contrat à terme, vous concluez un contrat en vertu duquel vous obtenez le droit (si vous êtes l'acheteur) ou prenez l'obligation (si vous êtes le vendeur) d'acheter ou de vendre le contrat à terme faisant l'objet de l'option à un prix de levée convenu jusqu'à une date d'échéance déterminée. L'acheteur de l'option paye une contrepartie appelée « prix de l'option » pour obtenir ce droit alors que le vendeur reçoit ce prix en compensation de l'obligation qu'il assume.

Il existe deux types d'option — l'option d'achat et l'option de vente. L'option d'achat confère à l'acheteur le droit d'acheter et oblige le vendeur à vendre le contrat à terme faisant l'objet de l'option. L'option de vente, elle, confère à l'acheteur le droit de vendre et oblige le vendeur à acheter le contrat à terme faisant l'objet de l'option.

À l'exception du prix de l'option, toutes les autres conditions des options sur contrat à terme sont standardisées et fixées par la bourse sur laquelle elles se négocient, en particulier le prix de levée et la date d'échéance. Le prix de l'option n'est pas fixé à l'avance: il est déterminé aux enchères en bourse selon l'offre et la demande, en fonction de facteurs comme la durée de l'option, la différence entre le prix de levée de l'option et le cours du contrat à terme faisant l'objet de l'option, la volatilité des cours et d'autres caractéristiques du contrat à terme.

En tant qu'acheteur d'une option, vous pouvez exercer votre droit d'acheter ou de vendre le contrat à terme qui en fait l'objet jusqu'à la date d'échéance de l'option. Si vous levez une option d'achat, vous achèterez le contrat à terme qui en fait l'objet et de ce fait vous prendrez une position acheteur sur le marché à terme. Si vous levez une option de vente, vous vendrez le contrat à terme qui en fait l'objet et de ce fait vous prendrez une position vendeur sur le marché à terme.

En tant que vendeur d'une option, vous pouvez recevoir un avis de levée jusqu'à la date d'échéance de l'option, auquel cas vous serez obligé d'acheter ou de vendre le contrat à terme qui en fait l'objet. Si l'avis de levée concerne une option d'achat que

vous avez vendue, vous devrez vendre le contrat à terme qui en fait l'objet et de ce fait vous prendrez une position vendeur sur le marché à terme. Si l'avis de levée concerne une option de vente que vous avez vendue, vous serez obligé d'acheter le contrat à terme qui en fait l'objet et de ce fait vous prendrez une position acheteur sur le marché à terme.

Que vous soyez acheteur ou vendeur d'option, si par suite de la levée de l'option vous prenez une position sur le contrat à terme qui en fait l'objet, vous serez assujetti à toutes les exigences de couverture et à tous les risques inhérents à la négociation des contrats à terme. Avant de commencer à négocier des options sur contrats à terme, vous devriez comprendre le mécanisme de la levée d'options et les conséquences qui en découlent. Vous trouverez plus de détails à la rubrique « Levée des options sur contrats à terme ».

L'acheteur d'une option n'est pas obligé de lever son option s'il n'a pas intérêt à le faire; l'option arrive alors à échéance sans valeur et il perd le prix de l'option, payé pour l'acquérir. Si l'acheteur ne lève pas son option, le vendeur est libéré de son obligation à l'échéance de l'option et il tire un profit de l'opération parce qu'il conserve le prix de l'option payé par l'acheteur.

Toutefois, au lieu de lever son option, l'acheteur peut choisir de dénouer sa position avant la date d'échéance de l'option s'il a intérêt à le faire: il n'a qu'à effectuer une vente de liquidation. Le vendeur peut aussi se soustraire à son obligation en dénouant sa position avant l'échéance de l'option: il n'a qu'à effectuer un achat de liquidation. Ainsi, l'acheteur d'une option d'achat peut liquider sa position en vendant une option d'achat de la même série que celle qu'il avait auparavant achetée, alors que le vendeur d'une option d'achat liquide sa position en achetant une option d'achat de la même série que celle qu'il avait auparavant vendue. L'acheteur d'une option de vente liquide sa position en vendant une option de vente de la même série que celle qu'il avait auparavant achetée, alors que le vendeur d'une option de vente dénoue sa position en achetant une option de vente de la même série que celle qu'il avait auparavant vendue.

Bien que la négociation des options sur contrats à terme offre cette possibilité de liquidation qui peut, d'une certaine façon, limiter les risques de la négociation d'options, certaines circonstances peuvent se présenter dans lesquelles il ne sera pas possible pour vous de dénouer votre position sur les options. Ces situations et leurs conséquences fâcheuses sont décrites sous la rubrique « Mécanismes de la négociation des options ».

CERTAINS FACTEURS DE RISQUE

Les options sur contrats à terme sont spéculatives. En conséquence, on ne devrait employer que du capital de risque pour des opérations sur ces options. Avant d'acheter ou de vendre une option, une personne devrait s'informer des risques et déterminer si cette opération lui convient compte tenu de sa situation financière et de ses objectifs de placement.

Étant donné que la valeur d'une option sur contrat à terme dépend dans une large mesure de la probabilité de fluctuations de cours favorables du contrat à terme qui en fait l'objet par rapport au prix de levée pendant la durée de l'option, l'information sur l'historique des prix et des volumes du contrat faisant l'objet de l'option aide à évaluer les risques d'une opération sur option. On peut trouver cette information dans de nombreuses publications financières et dans la presse financière. Cependant, il reste qu'il n'est pas possible de prévoir avec précision les fluctuations de cours du contrat à terme.

Vous trouverez ci-dessous un résumé de certains des risques liés aux options sur contrats à terme.

1. L'acheteur d'une option d'achat ou de vente court le risque de perdre la totalité de son placement — c'est-à-dire le prix de l'option payé plus tous les frais de l'opération — dans un laps de temps relativement court.

   En ce qui concerne l'achat d'une option d'achat, si le cours du contrat à terme faisant l'objet de l'option ne s'élève pas au-dessus du prix de levée, l'option devient sans valeur à l'échéance. En outre, si pour une raison quelconque l'option d'achat ne peut pas être vendue sur une bourse (voir « Mécanismes de la négociation d'option sur contrats à terme »), la valeur du contrat à terme faisant l'objet de l'option doit s'élever suffisamment au-dessus du prix de levée pour couvrir le prix de l'option et les frais d'opération de façon que la levée de l'option produise un gain. Le risque d'acheter une option d'achat est particulièrement grand lorsque le prix de levée est nettement plus élevé que le cours du contrat à terme faisant l'objet de l'option, ou lorsque la date d'échéance de l'option est proche. Dans ces circonstances, il est peu probable que l'option d'achat augmente de valeur au point que l'acheteur réalise un profit en la levant ou en dénouant sa position. Quiconque achète une telle option d'achat doit s'attendre à perdre le prix payé pour l'option et les frais d'opération qui s'y rattachent.

   En ce qui concerne l'achat d'une option de vente, si le cours du contrat à terme faisant

l'objet de l'option ne descend pas au-dessous du prix de levée, l'option devient sans valeur à l'échéance. En outre, si pour une raison quelconque l'option de vente ne peut pas être vendue sur une bourse (voir « Mécanismes de la négociation d'options sur contrats à terme »), la valeur du contrat à terme faisant l'objet de l'option doit baisser suffisamment au-dessous du prix de levée pour couvrir le prix de l'option et les frais d'opération de façon que la levée de l'option produise un gain. Le risque d'acheter une option de vente est particulièrement grand lorsque le prix de levée est nettement inférieur au cours du contrat à terme faisant l'objet de l'option, ou lorsque la date d'échéance de l'option est proche. Dans ces circonstances, il est peu probable que l'option de vente augmente de valeur au point que l'acheteur réalise un profit en la levant ou en dénouant sa position. Quiconque achète une telle option de vente doit s'attendre à perdre le prix qu'il a payé pour l'option et les frais d'opération qui s'y rattachent.

EN CONSÉQUENCE, vous ne devriez acheter des options d'achat ou de vente qu'avec des fonds dont vous pouvez supporter la perte totale.

2. Le vendeur d'une option d'achat qui n'a pas une position acheteur sur le contrat à terme faisant l'objet de l'option s'expose à un risque de perte si le cours du contrat à terme augmente. Il peut être obligé de vendre le contrat à terme à un prix de levée qui peut être inférieur au prix qu'il payera pour l'acheter.

   Ce genre de vente d'option d'achat est excessivement hasardeux et les personnes qui s'engagent dans ces opérations sur options d'achat pourraient subir de lourdes pertes. En conséquence, il n'y a que les investisseurs avertis, qui ont des capitaux considérables, qui devraient s'engager dans ce genre d'opération. Même ces personnes doivent s'attendre à subir des pertes considérables dans de nombreuses opérations de vente d'options d'achat.

3. Le vendeur d'une option d'achat qui a une position acheteur sur le contrat à terme qu'il doit livrer lors de la levée de l'option reste exposé au risque de sa position sur le contrat à terme en cas de baisse du cours du contrat à terme faisant l'objet de l'option, bien qu'il ait une protection limitée contre ce risque jusqu'à concurrence du prix de l'option reçu lors de la vente de l'option d'achat. Toutefois, en échange du prix de l'option et aussi longtemps qu'il restera vendeur d'une option d'achat, il renonce à la possibilité de gain découlant d'une augmentation du cours du contrat à terme au-dessus du prix de levée, car l'acheteur lèverait son option d'achat.

4. Le vendeur d'une option de vente qui n'a pas une position vendeur sur le contrat à terme faisant l'objet de l'option s'expose à un risque de perte si le cours du contrat à terme baisse. Il peut être obligé d'acheter le contrat à terme à un prix de levée qui peut être supérieur au cours.

   Ce genre de vente d'option de vente est excessivement hasardeux et les personnes qui s'engagent dans ces opérations sur options de vente pourraient subir de lourdes pertes. En conséquence, il n'y a que les investisseurs avertis, qui ont des capitaux considérables, qui devraient s'engager dans ce genre d'opération. Même ces personnes doivent s'attendre à subir des pertes considérables dans de nombreuses opérations de vente d'options de vente.

5. Le vendeur d'une option de vente qui a une position vendeur sur le contrat à terme faisant l'objet de l'option reste exposé au risque de sa position sur le contrat à terme en cas de hausse du cours du contrat à terme, bien qu'il ait une protection limitée contre ce risque jusqu'à concurrence du prix de l'option reçu lors de la vente de l'option de vente. Toutefois, en échange du prix de l'option et aussi longtemps qu'il restera vendeur d'une option de vente, il renonce à la possibilité de gain découlant d'une baisse du cours du contrat à terme au-dessous du prix de levée, car l'acheteur lèverait son option de vente.

Il faut souligner que le vendeur d'une option d'achat ou de vente n'exerce aucun contrôle sur le moment où on peut lui assigner un avis de levée. En fait, il doit supposer qu'il peut recevoir un avis de levée à tout moment où la levée de l'option présente un avantage pour l'acheteur. Il pourrait alors subir une perte.

Les risques inhérents aux opérations sur options sur contrats à terme peuvent être atténués dans la mesure où un marché pour ces options existe sur une bourse de commerce. Ceci permet aux acheteurs et aux vendeurs dans les circonstances voulues de limiter leurs pertes en dénouant leurs positions avant le moment où la négociation de ces options cesse. Rappelez-vous toutefois que dans certaines circonstances, il peut ne pas y avoir de marché sur lequel on puisse dénouer une opération sur une option donnée. Il faut toujours tenir compte de cette possibilité lorsqu'on considère les risques relatifs à la négociation d'options sur contrats à terme.

MÉCANISMES DE LA NÉGOCIATION D'OPTIONS SUR CONTRATS À TERME

Les options sur contrats à terme se négocient conformément aux règles de la bourse sur laquelle elles sont cotées. En vertu de ces règles, les options ne peuvent être achetées et vendues que sur le parquet de la bourse. En outre, les mécanismes de négociation instaurés par ces règles sont conçus pour assurer une exécution concurrentielle des ordres d'achat et de vente et mettre à la disposition des acheteurs et des vendeurs un marché continu sur lequel un achat peut toujours être dénoué par une vente et une vente, par un achat.

Bien que les mécanismes de négociation de chaque bourse soient conçus pour assurer un marché liquide pour les options qui s'y négocient, il faut admettre que rien ne garantit qu'il y aura un marché liquide sur cette bourse pour dénouer une opération sur une option donnée, ou à un moment donné, et il peut n'y avoir aucun marché pour dénouer l'opération. Diverses raisons peuvent faire qu'il soit impossible de dénouer une position: (i) il peut y avoir un manque d'intérêt pour certaines options; (ii) la bourse peut imposer des restrictions sur certaines options; (iii) la négociation peut être interrompue, suspendue ou restreinte; (iv) un événement inhabituel ou imprévu peut interrompre le fonctionnement normal de la bourse; (v) une ou plusieurs bourses pourraient, par exemple, pour des raisons de réglementation, décider ou être contraintes de supprimer ou de restreindre la négociation d'options. Dans ces conditions, il serait impossible de dénouer une position, bien que les options en cours continuent de pouvoir être levées conformément à leurs modalités.

Dans chacun de ces cas, il pourrait être impossible d'effectuer des opérations de liquidation sur des options données. En de telles circonstances, le cours du contrat à terme faisant l'objet de l'option doit, soit s'élever au-dessus, soit descendre au-dessous (selon le cas) du prix de levée de l'option d'une somme qui dépasse le prix de l'option et les frais d'achat de l'option pour dégager un profit. Mais, pour réaliser effectivement un gain, l'acheteur devrait lever son option, ce qui l'oblige à se conformer aux exigences de couverture applicables au contrat à terme. Par contre, le vendeur d'une option ne peut rien faire au sujet de sa position puisqu'il n'a pas un droit de levée. Son obligation ne peut s'éteindre que si l'option arrive à échéance sans avoir été levée.

Les bourses peuvent imposer des règles qui limitent le montant des fluctuations de cours des contrats à terme et des options sur contrats à terme au cours d'une même journée de bourse. Il faut toutefois rappeler que de telles limites n'existent pas pour toutes les options, ni pour tous les contrats à terme. Lorsqu'elles existent, ces limites peuvent être supprimées à un moment quelconque avant le mois de livraison ou la date d'échéance. Lorsqu'elles n'existent pas, les règles des bourses peuvent en prévoir l'imposition dans certaines circonstances.

Vous devriez comprendre parfaitement les conditions relatives aux limites quotidiennes qui s'appliquent à une option donnée et au contrat à terme sur lequel elle porte.

Lorsque des limites quotidiennes s'appliquent, elle fixent l'écart maximal que le cours de l'option peut présenter par rapport à celui du jour précédent. Une fois que la limite quotidienne pour une option donnée a été atteinte, aucune opération ne peut être effectuée à un cours au-delà de la limite. Les positions sur des contrats d'options ne peuvent être prises ou liquidées que si des opérateurs sont prêts à dénouer les opérations à la limite, ou à un cours inférieur, au cours de la séance de négociation du jour. La règle de la limite quotidienne ne limite pas les pertes qui peuvent être subies par un client, parce qu'elle peut empêcher la liquidation de positions défavorables. Également, le cours de l'option peut atteindre la limite pendant plusieurs jours consécutifs, empêchant ainsi une liquidation et exposant celui qui a des options sur contrats à terme à de lourdes pertes.

EXIGENCES DE COUVERTURE

Les exigences de couverture à l'égard des options sur contrats à terme ne s'appliquent qu'aux vendeurs d'option. Les acheteurs d'option ont déjà payé le prix de l'option afin d'acquérir le droit d'acheter ou de vendre le contrat à terme faisant l'objet de l'option et, étant donné que les acheteurs n'ont pas besoin de maintenir de couverture, ils n'ont aucune autre obligation financière. Par contre, les vendeurs d'option ont reçu le prix de l'option en contrepartie de l'obligation d'acheter ou de vendre le contrat à terme faisant l'objet de l'option et, en conséquence, doivent maintenir une couverture aux taux fixés par la bourse ou aux taux plus élevés que peut prescrire le commissionnaire. En outre, les vendeurs d'option peuvent être obligés de verser un supplément de couverture en cas de fluctuations défavorables du marché.

Les exigences de couverture des diverses bourses peuvent varier considérablement. En outre, elles sont susceptibles d'être modifiées au besoin et ces modifications peuvent même s'appliquer rétroactivement aux positions déjà prises.

Avant d'envisager la vente d'une option sur contrat à terme, vous devriez demander à votre commissionnaire de vous donner des renseignements sur les exigences de couverture particuliè-

res et vous assurer que vous avez suffisamment de fonds à votre disposition pour faire face à des relèvements des exigences de couverture, si ces relèvements devaient se produire.

LEVÉE DES OPTIONS SUR CONTRATS À TERME

À tout moment jusqu'à la date d'échéance, l'acheteur de l'option peut la lever et prendre, au prix de levée convenu, une position acheteur (dans le cas d'une option d'achat) ou une position vendeur (dans le cas d'une option de vente) sur le contrat à terme faisant l'objet de l'option. Pour ce faire, l'acheteur avise son commissionnaire qui, à son tour, remet un avis de levée à la chambre de compensation. L'acheteur d'une option devrait s'enquérir auprès de son commissionnaire du préavis dont celui-ci a besion pour remettre l'avis de levée à la chambre de compensation au plus tard à la date d'échéance. La chambre de compensation assigne l'avis de levée à l'un de ses membres qui a une position vendeur sur cette option particulière et qui est choisi conformément aux règles prévues par la chambre. Ce membre choisit, conformément à ses propres règles, un vendeur d'option qui doit vendre (dans le cas d'une option d'achat) ou acheter (dans le cas d'une option de vente) le contrat à terme faisant l'objet de l'option. Aussi bien l'acheteur que le vendeur de l'option prennent une position, acheteur ou vendeur selon le cas, sur le contrat à terme et les deux seront assujettis aux exigences de couverture et à tous les risques inhérents à la négociation des contrats à terme, à moins qu'ils n'aient déjà une position acheteur ou vendeur inverse sur le contrat à terme faisant l'objet de l'option et, dans ce cas, il y aurait une compensation automatique.

Ayant pris une position (acheteur ou vendeur) sur le contrat à terme faisant l'objet de l'option, l'acheteur ou le vendeur d'option peut être obligé d'effectuer ou de prendre livraison de la marchandise ou du produit financier sur lequel porte le contrat à terme, à moins que, avant le mois de livraison du contrat à terme, il ne choisisse de liquider sa position par l'achat ou la vente du même contrat à terme pour le même mois de livraison. Dans ce cas, ils seront obligés de payer une commission « aller-retour » à leur commissionnaire respectif. Si, au contraire, ils choisissent d'effectuer ou de prendre livraison de la marchandise ou du produit financier visé par le contrat à terme, ils pourront être obligés de payer d'autres frais qui résultent du processus de livraison. Entre-temps, aussi longtemps que l'acheteur ou le vendeur garde sa position sur le contrat à terme faisant l'objet de l'option, il sera obligé de maintenir sa couverture au taux fixé par la bourse ou au taux plus élevé que peut prescrire le commissionnaire.

DATE D'ÉCHÉANCE DES OPTIONS SUR CONTRATS À TERME

La date d'échéance d'une option sur contrat à terme est le dernier jour où l'acheteur d'une option peut la lever en achetant (dans le cas d'une option d'achat) ou en vendant (dans le cas d'une option de vente) le contrat à terme faisant l'objet de l'option au prix de levée convenu. Si l'acheteur ne veut pas lever son option mais croit pouvoir réaliser un gain en dénouant son opération, il devrait aviser son commissionnaire bien avant le dernier jour de négociation de cette option particulière, de façon que celui-ci ait suffisamment de temps pour exécuter son ordre. De même, si le vendeur croit pouvoir réaliser un gain en dénouant son opération, il devrait donner des instructions à son commissionnaire bien avant le dernier jour de négociation.

Le dernier jour de négociation d'une option sur contrat à terme est habituellement la veille de la date d'échéance. Aussi bien le dernier jour de négociation que la date d'échéance sont indiqués parmi les caractéristiques des options pour chaque option sur contrat à terme et ils varient souvent suivant les diverses options. Vous devriez toujours vous informer des modalités d'une option et, en particulier, connaître la politique de votre commissionnaire au sujet de la date limite, avant le dernier jour de négociation de chaque option, à laquelle il acceptera des ordres pour des opérations de liquidation. Ces dates limites sont importantes, surtout si vous envisagez de liquider votre position sur les options à une date proche de la date d'échéance. Si vous manquez la date limite fixée par votre commissionnaire, vous pourriez avoir beaucoup de difficultés à liquider votre position.

Si l'acheteur choisit de ne pas lever son option ou si, pour une raison quelconque, il n'est pas en mesure de dénouer son opération, l'option devient caduque à la date d'échéance et l'acheteur perd le droit que lui conférait l'option. Dans ce cas, l'obligation du vendeur en vertu de l'option prend fin.

COMPENSATION

Afin de garantir l'exécution des obligations découlant sur contrats à terme, les négociateurs sur les bourses doivent passer par la chambre de compensation appropriée. Toutes les opérations sur options sont déclarées à la chambre de compensation quotidiennement après la clôture de chaque séance de négociation; elles sont évaluées au cours du marché pour le calcul des marges. Les membres de la

chambre de compensation sont aussi membres de la bourse de commerce correspondante, mais l'inverse n'est pas toujours vrai.

Lorsqu'une opération sur option a été compensée par la chambre, les liens contractuels entre l'acheteur et le vendeur sont rompus. La chambre de compensation se substitue au cocontractant de chaque partie: elle fait office de vendeur face à l'acheteur et d'acheteur face au vendeur. Les membres de la chambre de compensation sont liés contractuellement à la chambre de compensation dans la position des acheteurs ou des vendeurs qu'ils représentent. En conséquence, l'ensemble des obligations de la chambre de compensation envers les membres qui représentent des acheteurs d'options sont contrebalancées par l'ensemble des obligations qu'ont les membres qui représentent des vendeurs d'options envers la chambre de compensation.

DEVISES

Que vous projetiez d'acheter ou de vendre une option sur contrat à terme, vous devriez réaliser que certaines opérations se font en monnaie étrangère. Par conséquent, si vous utilisez des dollars canadiens pour vos opérations, vous vous exposez aux risques de fluctuations de change.

COMMISSIONS ET AUTRES FRAIS D'OPÉRATION

En tant qu'acheteur d'une option sur contrat à terme, en plus du prix de l'option, vous payerez une commission au commissionnaire qui achète l'option pour vous. Si vous dénouez votre position au moyen d'une vente de liquidation, vous payerez une autre commission. Si vous levez votre option et prenez une position acheteur (dans le cas d'une option d'achat) ou vendeur (dans le cas d'une option de vente) sur le contrat à terme faisant l'objet de l'option, vous ne devrez pas payer de commission. Toutefois, lorsque vous liquiderez par la suite votre position sur le contrat à terme, vous payerez à votre commissionnaire une commission aller-retour.

En tant que vendeur d'une option sur contrat à terme, vous ne payerez qu'une commission au commissionnaire qui a vendu l'option pour vous. Si vous dénouez votre position au moyen d'un achat de liquidation, vous payerez une autre commission. Si votre option est levée et que vous prenez une position vendeur (dans le cas d'une option d'achat) ou acheteur (dans le cas d'une option de vente) sur le contrat à terme faisant l'objet de l'option, vous ne devrez pas payer de commission. Toutefois, lorsque vous liquiderez par la suite votre position sur le contrat à terme faisant l'objet de l'option, vous payerez à votre commissionnaire une commission aller-retour.

Les taux de commission varient selon les commissionnaires. En outre, il peut y avoir d'autres frais et droits occasionnés pour chaque opération sur option, en dehors de la commission. Vous devriez demander à votre commissionnaire quels sont les frais qui peuvent être occasionnés par les opérations sur options et les faire entrer en ligne de compte lorsque vous envisagez de négocier des options sur contrats à terme.

BOURSE ET CHAMBRE DE COMPENSATION

Les options sur contrats à terme décrites dans le présent document d'information sont négociées sur des bourses de commerce qui sont réglementées par l'organisme public compétent. Chaque bourse a ses propres options sur contrats à terme cotées en vue de la négociation par ses membres. Chaque bourse a des statuts et des règles qui régissent la négociation de ses options afin de maintenir un marché équitable et ordonné et de protéger les clients contre les pratiques frauduleuses ou déloyales de ses membres. Ces règles peuvent fixer des limites de position et de prix de levée et des obligations de déclaration afin d'éviter qu'un déséquilibre du marché ne se produise. Elles peuvent aussi exiger une grande diffusion de l'information sur le cours et le volume de façon que le public soit raisonnablement informé des opérations qui ont lieu sur des options sur contrats à terme particulières. Toutes les bourses exigent de leurs membres le respect de leurs statuts et de leurs règles.

Chaque bourse a également sa propre chambre de compensation. Toutes les opérations sur leurs options sur contrats à terme lui sont déclarées chaque jour et elle procède au rapprochement des opérations afin d'assurer que, pour chaque option achetée, il y a un vendeur correspondant. La chambre de compensation facilite, par ses règles, le règlement ordonné des opérations sur options.

Les règles et règlements des bourses et des chambres de compensation varient. Ils peuvent aussi être modifiés, au besoin, et ces modifications peuvent même être rétroactives.

Avant de décider de négocier des options sur contrats à terme, vous devriez demander à votre courtier des renseignements sur ces points étant donné qu'ils peuvent avoir une très grande influence sur vos opérations sur options.

CARACTÉRISTIQUES DES CONTRATS

Chaque bourse fixe les modalités de ses options sur contrats à terme. Ces modalités peuvent com-

prendre des points tels que les quotités de négociation, les fluctuations de cours permises, les prix de levée, les dates d'échéance, le dernier jour de négociation, les limites de cours quotidiennes, etc. De nouveau, n'oubliez pas que ces modalités varient selon les différentes options sur contrats à terme, et qu'elles peuvent même être modifiées, au besoin, sans préavis. Vous devez étudier ces caractéristiques avec soin avant de décider de négocier des options sur contrats à terme.

CONSÉQUENCES FISCALES

Les répercussions fiscales de la négociation d'options dépendent de la nature des activités de l'investisseur et de l'opération en question. Il est recommandé de consulter son conseiller en ces matières pour établir les règles applicables à son propre cas.

INFORMATION SUPPLÉMENTAIRE

Avant d'acheter ou de vendre une option, l'investisseur devrait discuter avec son commissionnaire:

- de ses objectifs et besoins en matière d'investissement;
- des risques qu'il accepte de prendre;
- des caractéristiques des options qu'il souhaite négocier;
- des commissions;
- des exigences de couverture;
- de tout autre point pouvant nécessiter des éclaircissements.

On peut obtenir les caractéristiques propres à chaque option en s'adressant à son commissionnaire ou à la bourse où l'option est cotée.

ACCUSÉ DE RÉCEPTION

Je déclare avoir reçu un exemplaire du présent document d'information, daté _____, avant l'ouverture de mon compte chez _____.

_____

nom du commissionnaire

Date:

N° de compte: _____

_____

Signature du client

(Cet accusé de réception doit être signé en double et le commissionnaire doit en conserver un exemplaire.)

— L'information continue

Objet: Dispense provisoire des déclarations d'initiés dans les cas des sociétés étrangères inscrites à la Division internationale de la Bourse de Montréal

Attendu que les sociétés étrangères inscrites à la Division internationale de la Bourse de Montréal deviennent de ce fait des émetteurs assujettis;

Attendu que les initiés à l'égard de ces sociétés se trouvent ainsi assujettis aux obligations de déclaration que la Loi impose aux initiés, alors que la loi du lieu de constitution de ces sociétés ne connaît pas d'obligations équivalentes;

Attendu que le cours des titres est formé en fonction de l'information fournie au lieu du marché principal de ces titres et qu'en l'occurrence le marché principal se trouve à l'étranger;

Attendu que la Commission travaille, en collaboration avec la Bourse, à l'élaboration d'un réglementation adaptée aux initiés à l'égard de ces sociétés;

Attendu qu'une dispense provisoire des déclarations d'initiés dans le cas de ces sociétés ne porterait pas atteinte à la protection des épargnants;

En conséquence, la Commission:

Dispense provisoirement des obligations de déclaration prévue au titre III de la Loi sur les valeurs mobilières les initiés à l'égard des sociétés étrangères qui ne sont émetteurs assujettis que du fait de l'inscription d'une de leurs valeurs à la Division internationale de la Bourse de Montréal.

Dans le cas des sociétés françaises, la Commission subordonne cette dispense au dépôt auprès d'elle, par la société, des déclarations exigées par la décision générale du 17 mars 1981 de la Commission des opérations de bourse.

— Offres publiques

Objet: Offre publique d'achat de Québécair sur les actions ordinaires de Nordair

Les faits

L'audience, tenue le 31 octobre 1985, fait suite à une demande de Nordair visant à interdire à Québecair la prise de livraison et le règlement des actions de Nordair déposées à la suite de l'offre publique d'achat faite par Québecair le 20 septembre 1985. Cette offre a été modifiée une première

---

MM. Paul Guy et Maurice Cusson — Décision n° 7559, le 21 novembre 1985

fois le 11 octobre et une seconde fois le 24 octobre 1985.

Aux termes de l'offre initiale, Québecair s'engageait à acquérir toutes les actions ordinaires de Nordair au prix de 11 $ par action; l'offre, faite le 20 septembre 1985, était ouverte jusqu'au 25 octobre, à 16 h 30. La première modification, datée du 11 octobre 1985, portait ce prix à 14,25 $ par action : elle ne fait l'objet d'aucune contestation.

La seconde modification, datée du 24 octobre 1985, comporte trois éléments. En premier lieu, le prix d'achat est porté à 16 $ par action. Ensuite, Québecair s'engage à verser à tous les actionnaires qui auront déposé leurs actions un supplément de prix dans trois cas où ces actions feraient l'objet, dans l'année suivant l'offre, d'opérations à un prix supérieur au prix proposé. Enfin, Québecair s'engage à indemniser les actionnaires qui sont parties à une convention de vote avec Innocan des dommages qu'ils pourraient subir par suite du dépôt de leurs actions en réponse à l'offre. Voici la teneur de cette clause d'indemnisation:

« Québecair indemnisera tout actionnaire de Nordair qui est partie à la convention de fiducie de vote avec Innocan Inc. concernant les actions ordinaires de Nordair et qui aurait signé et transmis la lettre d'acceptation et de transmission ainsi que la lettre d'entente au dépositaire aux termes de l'offre, pour tout dommage que cet actionnaire pourra subir pour ne pas avoir voté ou consenti à ce que soient votées ses actions ordinaires de Nordair en faveur d'une fusion avec CP Air à toute assemblée d'actionnaires de Nordair tenue à cet égard. »

Selon Nordair cette modification du 24 octobre 1985 constitue une modification des conditions initiales de l'offre qui fait revivre le droit de révocation pendant une période de dix jours, par application de l'article 137 de la Loi.

Questions préliminaires

En premier lieu, Québecair a prétendu que la demande devait être rejetée au motif qu'elle était formée par une personne dépourvue d'intérêt, les seuls intéressés, à savoir les actionnaires de Nordair, n'ayant fait aucune demande.

Si la question de l'intérêt de la société, par opposition à celui de ses actionnaires, peut être longuement débattue dans d'autres contextes, l'argument paraît déplacé dans une audience d'un tribunal administratif portant sur la réglementation des offres publiques. Puisque la société visée constitue l'enjeu de l'offre publique, on s'expliquerait mal qu'elle ne soit pas habilitée à demander le respect de la réglementation des offres publiques, si elle estime qu'une violation de cette réglementation lui cause préjudice.

De surcroît, l'exercice du pouvoir prévu à l'article 265 de la Loi ne suppose pas nécessairement une demande: la Commission peut prononcer ces interdictions de sa propre initiative et elle le fait d'ailleurs assez souvent. Donc, même si l'on acceptait que Nordair n'a pas l'intérêt requis, la Commission pourrait prendre les mesures demandées de sa propre initiative.

Québecair, de son côté, a demandé à la Commission d'interdire à Nordair et à Innocan de continuer à communiquer avec les actionnaires de Nordair en vue d'acheter leurs actions sauf dans le cadre d'une offre publique conforme à la Loi. Aucune preuve n'ayant été rapportée à l'audience d'agissements critiquables de la part de Nordair ou d'Innocan, la Commission ne peut faire droit à cette demande. Par la suite, si les faits portés à la connaissance de la Commission le justifient, elle pourra convoquer une audience sur la question.

Les questions à trancher

Pour décider du sort de la demande formée par Nordair, il faut trancher les trois questions suivantes:

1° Le document du 24 octobre 1985 constitue-t-il une modification des conditions initiales de l'offre?

2° Si oui, s'agit-il d'une modification qui fait renaître le droit de révocation?

3° Cette modification est-elle compatible avec l'article 130 de la Loi?

La notion de conditions initiales de l'offre

À prime abord, le document du 24 octobre constitue une modification des conditions initiales de l'offre, sa raison d'être étant précisément de modifier ces conditions initiales, telles qu'elles avaient été établies dans l'offre du 20 septembre, modifiée le 11 octobre. En effet, ce document comporte trois points nouveaux par rapport aux documents antérieurs: l'augmentation du prix offert, un supplément de prix éventuel et la clause d'indemnisation déjà citée plus haut.

Pour mettre de côté cette conclusion, Québecair a prétendu qu'il fallait entendre par conditions initiales de l'offre non pas les diverses clauses établissant les rapports juridiques entre les parties, mais les diverses situations prévues par l'initiateur, qui pourraient faire en sorte que celui-ci ne soit pas tenu de prendre livraison des titres déposés en réponse à l'offre. Selon son argumentation, le terme « con-

---

MM. Paul Guy et Roland Côté — Décision n° 7540, le 4 novembre 1985

ditions » à l'article 132 doit recevoir le même sens qu'aux articles 138 et 140, où il désigne clairement les conditions du deuxième type.

Or, l'offre du 20 septembre stipulait quatre de ces conditions: le dépôt d'un nombre d'actions de Nordair inférieur à 67 % des actions en circulation, la survenance d'un changement imprévu et important susceptible d'affecter la valeur des actions de Nordair, le refus, par le Comité des transports aériens, d'approuver le changement de contrôle de Nordair et l'impossibilité pour Québecair de donner suite à l'offre en raison d'une loi d'application générale. Ces conditions ne sont aucunement modifiées par le document du 24 octobre en sorte qu'il n'y aurait pas eu modification des conditions initiales de l'offre.

Cette interprétation étonnante repose tout entière sur la présomption d'uniformité d'expression dans un même texte. Cette présomption n'est pas si forte qu'elle permette d'ignorer d'abord les diverses acceptions d'un même terme, ensuite le sens d'une disposition législative. En effet, le terme « *condition* » peut recevoir deux sens distincts dans la langue juridique. Le *Dictionnaire de droit privé* (Montréal, Centre de recherche en droit privé et comparé du Québec, 1985) donne les deux définitions suivantes:

« 1. Événement futur et de réalisation incertaine dont on fait dépendre soit la naissance, soit l'extinction d'un droit ou d'une obligation. »

« 2. Élément du contenu d'un acte juridique, spécialement d'un contrat. »

Le premier de ces deux sens est celui employé aux articles 138 et 140: il s'agit alors d'un événement incertain dont la réalisation, indépendante de la volonté de l'initiateur ou de l'actionnaire, libérerait l'initiateur de son obligation de faire l'acquisition des actions déposées en réponse à l'offre. On dit alors qu'une offre est faite sous condition ou qu'elle est conditionnelle. Le second sens se retrouve aux articles 132 et 134 de la Loi: il s'agit des éléments de l'offre, tels que la contrepartie, la durée, etc. Si toute offre comporte des conditions en ce sens, cela n'en fait pas une offre conditionnelle. Cette conclusion s'impose d'autant plus fortement que l'article 134 traite expressément le prix comme une condition de l'offre en disant « à moins que la modification [*sc.* des conditions initiales de l'offre] se limite à une surenchère ». En outre, l'article 132 aurait une portée beaucoup trop limitée, si l'initiateur ne devait aviser les porteurs qu'en cas de modification des conditions dont il a fait dépendre son offre.

Enfin, il convient de signaler que Québecair elle-même, dans les documents relatifs à l'offre, emploie « condition » tantôt dans le premier sens (point 5 de l'offre du 20 septembre), tantôt dans le second (point 12 du même document), ce qui fait bien ressortir le caractère artificiel de cet argument.

La nature de la modification

Étant établi que le document du 24 octobre constitue une modification de l'offre, il faut maintenant déterminer de quelle nature est cette modification, puisque la loi fait dépendre l'existence du nouveau délai de révocation de la nature de la modification.

Un délai de révocation de 10 jours est prévu au commencement de l'offre: il vise à permettre aux porteurs qui auraient déposé dès les premiers jours de reconsidérer leur décision à la lumière de l'information reçue notamment du conseil d'administration de la société visée et, le cas échéant, en comparaison avec une offre concurrente. Si les conditions initiales de l'offre sont modifiées, le législateur traite l'offre modifiée comme une nouvelle offre, qui fait renaître le droit de révocation, « à moins que la modification se limite à une surenchère ».

La raison de cette distinction est apparente: dans le cas d'une modification autre qu'une surenchère, les porteurs ont besoin du même temps de réflexion que vis-à-vis de l'offre initiale et il faut donner à ceux d'entre eux qui auraient déposé leurs titres la faculté de reconsidérer leur décision. Dans le cas d'une surenchère, la modification ne consiste qu'en une augmentation de la contrepartie proposée: ce changement peut s'apprécier à la lumière de l'information déjà reçue et comme il s'agit d'un changement qui favorise les porteurs, il ne peut que confirmer dans leur décision ceux d'entre eux qui ont déposé leurs titres, en sorte qu'aucun délai de révocation n'est justifié. L'absence du délai de révocation ne peut guère nuire aux porteurs, puisque la loi oblige l'initiateur à verser le prix majoré même à ceux dont les titres ont déjà été réglés.

Comment faut-il analyser les modifications contenues dans le document du 24 octobre? Nul ne contestera que le fait de porter le prix proposé de 14,25 $ à 16 $ constitue une surenchère. Quant au second élément, le supplément de prix éventuel, il constitue aussi une surenchère, mais une surenchère simplement éventuelle, liée à la réalisation d'autres opérations.

La clause d'indemnisation est plus difficile à classer, puisqu'elle présente un caractère pécuniaire, mais qui ne semble pas se traduire, à première vue du moins, par le transfert d'une somme d'argent aux porteurs. Elle ne s'adresse qu'à un groupe de porteurs, ceux qui sont parties à une convention de vote avec Innocan.

Ceux de ces porteurs qui déposeraient leurs titres en réponse à l'offre pourraient s'exposer à des poursuites de la part d'Innocan vu le désaccord entre Québecair et Innocan sur l'interprétation à donner de la convention de vote. Ces poursuites éventuelles pourraient imposer à ces porteurs le paiement de frais et de dommages qui absorberaient une partie sinon la totalité du prix reçu pour leurs actions. En l'absence de la clause d'indemnisation, les porteurs recevaient une somme de 16 $ par action, susceptible d'être amputée du fait de poursuites éventuelles; avec la clause d'indemnisation, ils reçoivent toujours la même somme de 16 $ par action, mais garantie par l'engagement d'indemnisation de Québecair.

Cette neutralisation du risque de perte constitue à l'égard de ces porteurs une augmentation de la contrepartie qui leur est proposée, donc une surenchère.

L'application de l'article 130 de la Loi

La question de la légalité de cette clause d'indemnisation n'a pas été soulevée en tant que telle à l'audience. Cependant, Québecair l'a abordée indirectement lorsqu'elle a soutenu que cette clause ne visait qu'à rétablir l'égalité entre les porteurs.

Le principe de l'égalité de traitement entre les actionnaires de la société visée, formulé à l'article 130 de la Loi, constitue l'une des assises de la réglementation des offres publiques. Aussi la Commission est-elle tenue d'examiner dans quelle mesure la clause d'indemnisation, qui n'intéresse que les porteurs liés par la convention de vote avec Innocan, est compatible avec ce principe de l'égalité de traitement.

À première vue, on peut penser que cette clause, du seul fait qu'elle ne s'adresse pas à l'ensemble des porteurs, constitue une inégalité, incompatible avec l'article 130. Toutefois, un examen plus approfondi nous révèle que cette clause n'a aucunement pour effet d'assurer aux porteurs intéressés une contrepartie supérieure à celle reçue par les autres porteurs : tous ne toucheront que 16 $ par action. Quant à l'indemnité que cette clause pourrait entraîner, elle n'ajoutera pas non plus à cette somme de 16 $ par action.

La conclusion s'impose donc que cette clause d'indemnisation ne va pas à l'encontre du principe de l'égalité de traitement édicté par l'article 130.

Autres questions

Nordair a prétendu que le document du 24 octobre n'a pas été diffusé dans des conditions qui permettent aux porteurs de prendre une décision éclairée à la suite de la surenchère faite par Québecair. Selon une enquête faite auprès de ses actionnaires, un certain nombre d'entre eux auraient même reçu ce document après la clôture de l'offre; d'autres ne l'avaient pas encore reçu le 28 octobre, alors que l'offre a pris fin le 25 octobre.

Québecair a soutenu avoir pris tous les moyens possibles pour rejoindre les actionnaires de Nordair et elle a proposé des explications pour certains retards: omission de notifier une nouvelle adresse, rareté des liaisons aériennes avec certains endroits éloignés. Il reste néanmoins qu'un délai d'une journée est extrêmement court, lorsqu'il s'agit de rejoindre une centaine d'actionnaires, disséminés à travers le Canada.

Le délai est d'autant plus court qu'en l'espèce il s'agit d'une surenchère fort complexe, plutôt que d'une augmentation simple du prix proposé. Il aurait fallu prévoir plus qu'une journée pour transmettre cette modification aux actionnaires et leur laisser le temps de l'apprécier, mais la clôture de l'offre avait été fixée au 25 octobre.

Cependant, la prolongation de l'offre doit-elle forcément s'accompagner d'un nouveau droit de révocation? Puisque la modification des conditions initiales se limite à une surenchère et que la Loi ne prévoit pas de nouveau droit de révocation pour une surenchère, il n'y a pas lieu de faire renaître le droit de révocation pour la durée de la prolongation.

En de pareilles circonstances, l'octroi d'un nouveau droit de révocation ne viserait qu'à rendre possible une offre concurrente, alors que les intéressés ont déjà eu 35 jours à leur disposition pour lancer une telle offre concurrente: s'ils ne l'ont pas fait ou s'ils l'ont fait à des conditions qui invitaient une surenchère de dernière heure, il n'appartient pas à la Commission d'y remédier.

Pour ces motifs, la Commission:

1° REJETTE la demande de Nordair visant à interdire à Québecair toute activité reliée à des opérations sur les actions de Nordair à moins qu'elle ne prolonge son offre en accordant un droit de révocation;

2° ORDONNE à Québecair:

a) de prolonger son offre publique d'achat jusqu'au 7 novembre 1985 à 16 h 30 à la seule fin d'accepter le dépôt des titres des porteurs qui attesteront ne pas avoir reçu l'avis de modification du 24 octobre ni avoir été informés de cette modification avant 12 heures le lendemain, étant entendu qu'aucun porteur n'aura le droit de révoquer le dépôt de titres effectué avant le 25 octobre ou au cours de la prolongation;

b) de prendre toutes les mesures voulues pour communiquer cette prolongation aux porteurs qui

n'ont pas encore déposé leurs titres en réponse à son offre.

À défaut de respecter cette ordonnance, Québecair se verra interdire toute activité en vue d'effectuer une opération sur les titres de Nordair.

Objet: Innocan Inc.

Les faits

L'audience a été tenue le 7 novembre 1985 et fait suite à l'avis de convocation adressé à Innocan le 5 novembre 1985 concernant une lettre du 29 octobre 1985 dans laquelle Innocan offrait notamment à certains porteurs de Nordair d'acheter leurs actions à des conditions égales ou supérieures à celles proposées par des tiers.

Québecair avait demandé à la Commission, à l'occasion de l'audience publique du 31 octobre 1985, d'interdire à Nordair et à Innocan de continuer à communiquer avec les actionnaires de Nordair en vue d'acheter leurs actions sauf dans le cadre d'une offre publique conforme à la Loi. Aucune preuve n'ayant été rapportée à l'audience d'agissements critiquables de la part de Nordair ou d'Innocan, la Commission ne s'était pas prononcée sur cette question dans sa décision n° 7540 du 4 novembre 1985.

Par la suite, Québecair a transmis à la Commission copie d'une lettre datée du 29 octobre 1985 et signée par le président d'Innocan; cette lettre avait été adressée à certains porteurs d'actions ordinaires de Nordair.

Les procureurs d'Innocan n'ont pas contesté cette lettre; à la demande de la Commission, ils lui ont fourni la liste des 22 actionnaires à qui la lettre avait été adressée. Au total, ces actionnaires possèdent 49,5 % des actions ordinaires de Nordair. Le 5 novembre, la Commission a convoqué Innocan à une audience portant sur l'offre qu'Innocan faisait à ces actionnaires d'acheter leurs actions.

La lettre d'Innocan invitait également les actionnaires à faire immatriculer leurs actions de Nordair au nom de Stikeman, Elliott, afin de faciliter l'accomplissement des formalités de la fusion de Nordair avec CP Air. À l'occasion de l'audience, le procureur de Québecair a fait valoir que cette invitation constituait une sollicitation de procurations faite en contravention de l'article 82 de la Loi sur les valeurs mobilières. Comme cette question n'avait pas été mentionnée dans l'avis de convocation, la Commission a ajourné afin de laisser aux avocats d'Innocan le temps d'élaborer leur argumentation sur ce point. L'audience a repris en fin d'après-midi.

Les questions à trancher

La Commission doit trancher les questions suivantes:

1° Innocan a-t-elle fait une offre publique d'achat par sa lettre du 29 octobre 1985?

2° L'invitation faite aux actionnaires de faire immatriculer leurs actions au nom de Stikeman, Elliott est-elle entachée d'une irrégularité?

L'offre publique d'achat

Pour décider si Innocan a effectué une offre publique d'achat, il faut d'abord examiner si la proposition faite par Innocan correspond à la définition que donne l'article 110 de la Loi.

Le passage litigieux de la lettre du 29 octobre se lit comme suit:

« If however, for any reason, a shareholder wishes to sell his Nordair shares prior to the amalgamation with CP Air, Innocan is prepared to purchase the same on terms and conditions equal to or better than those offered by a third party. »

L'offre publique d'achat est une opération par laquelle une personne offre d'acquérir des titres d'une société qui comportent droit de vote en vue d'un résultat. Ce résultat doit pouvoir conduire la personne qui fait l'offre à une position dominante, c'est-à-dire plus de 20 % des titres comportant droit de vote. À première vue, la lettre en question ayant été adressée à des porteurs qui possèdent au total 49,5 % des actions, on est justifié de voir dans la proposition d'Innocan une offre publique d'achat: l'acceptation de l'offre par tous les porteurs porterait la position d'Innocan au-dessus du seuil de 20 % prévu par l'article 110.

Selon le procureur d'Innocan, on ne peut reprocher à Innocan d'avoir fait une offre publique d'achat, puisqu'il n'était pas dans l'intention de la société de faire une offre publique d'achat et que les conditions essentielles d'une offre n'étaient pas présentes.

La question du rôle de l'intention dans une offre publique d'achat a été discutée longuement dans la décision n° 7065 rendue le 30 mars 1984 dans l'affaire *Belgium Standard*. Dans cette décision, la Commission disait:

« Quant à l'intention de prendre ou de renforcer une position dominante, si l'emploi de la locution « en vue de », à l'article 110 de la Loi, peut être considéré comme un signe que le législateur aurait voulu en faire un élément nécessaire de l'O.P.A., il

---

MM. Paul Guy et Roland Côté — Décision n° 7549, le 14 novembre 1985

reste que la formulation de cet article se prête à une autre interprétation, beaucoup plus aisément conciliable avec le cadre général de la réglementation des O.P.A. En effet, la locution « en vue de » peut exprimer, plutôt qu'une intention nette et consciente, une vague finalité qu'on pourrait rendre par « de manière à ». Or, en matière d'O.P.A. le principe général de la réglementation du Québec, comme de celle des autres provinces, veut que l'offre soit faite à tous les actionnaires, dès lors qu'elle permettrait à son auteur, en cas de succès, « de prendre ou de renforcer une position dominante dans la société visée ».

Pour que la réglementation du titre IV entre en jeu, il suffit que l'offre débouche sur une prise ou un renforcement de position dominante, sans que l'on doive prendre en compte les mobiles d'une conduite qui, vue de l'extérieur, paraît orientée vers la prise ou le renforcement d'une position dominante. On ne saurait, par conséquent, prétendre se soustraire à cette réglementation en invoquant des mobiles qui vont à l'encontre des résultats nécessaires des actes accomplis. Notamment, l'intention chez l'auteur de l'offre de revendre les titres, se fût-il même engagé à les vendre avant de les acquérir, ne change rien au fait que, pendant l'instant de raison où ces titres lui ont appartenu, ils ont pu contribuer à lui faire prendre ou renforcer une position dominante.

L'interprétation contraire conduirait à priver les actionnaires de toute protection dans le cas où l'auteur de l'offre aurait pour intention de faire une bonne affaire plutôt que de prendre ou de renforcer une position dominante, sans qu'on s'explique pourquoi cette protection devrait être supprimée. »

Pour décider si la réglementation des offres publiques s'applique, il n'y a pas lieu de tenir compte de l'intention de l'initiateur. La Commission note que, dans l'affaire *Fathom Oceanology*, le personnel de la Commission d'Ontario a adopté la position qu'on pouvait faire une offre publique d'achat par inadvertance, c'est-à-dire sans intention (15 mars 1985, *O.S.C. Bulletin*, 1099).

C'est le résultat de l'offre, non l'intention, qui décide de l'application de la réglementation des offres publiques. S'il s'agit du résultat effectif lorsqu'on examine l'offre après coup, comme dans l'affaire *Belgium Standard* ou dans l'affaire *Fathom Oceanology*, il ne peut s'agir que du résultat théorique, obtenu en faisant l'hypothèse que tous les porteurs sollicités vont accepter l'offre, lorsqu'on examine l'offre avant son déroulement, comme en l'espèce.

Toute autre interprétation conduirait à cette conséquence paradoxale qu'il faudrait attendre de connaître le résultat effectif de l'offre pour déterminer s'il y avait lieu d'appliquer ou non la procédure de l'offre publique d'achat.

En outre, le procureur d'Innocan a soutenu que la proposition contenue dans la lettre ne pouvait constituer une offre publique d'achat, parce que les conditions du contrat proposé seraient trop imprécises; en particulier, cette proposition ne fixe pas de prix déterminé.

Cependant, rien n'exige qu'une offre comporte un prix déterminé au moment où elle est faite: il suffit que ce prix soit déterminable à un moment quelconque. En l'occurrence, le prix était déterminé dès le moment où la lettre a été expédiée, dans la mesure où le destinataire pouvait exiger d'Innocan un prix de 16 $, égal à celui offert par Québecair. Par la suite, le destinataire, s'il venait à recevoir une autre offre faite par un tiers, pourrait à tout le moins exiger d'Innocan un prix égal à celui proposé par ce tiers. Il faut en conclure que la proposition d'Innocan constitue bien une offre.

Au demeurant, l'offre publique d'achat est un mécanisme qui ne s'applique pas seulement à une offre telle qu'elle est définie par le droit commun. L'article 113 de la Loi sur les valeurs mobilières assimile à l'offre publique d'achat « l'invitation à faire une offre de vente ». Or, il ne fait aucun doute que la proposition d'Innocan constitue une invitation, adressée aux destinataires, à lui faire une offre de vente de leurs actions de Nordair et il va de soi qu'une telle invitation n'a pas à fixer de prix.

La Commission retient donc que la proposition contenue dans la lettre d'Innocan, datée du 29 octobre 1985, constitue une offre soumise à la réglementation des offres publiques d'achat. En conséquence, elle aurait dû être adressée à tous les porteurs d'actions ordinaires de Nordair et elle aurait dû être accompagnée d'une note d'information, comme le prescrit l'article 118 de la Loi.

La proposition de transfert

Dans sa lettre du 29 octobre 1985, Innocan propose aux porteurs visés de faire immatriculer leurs actions au nom de Stikeman, Elliott. Le passage en question se lit comme suit:

« In order to facilitate the mechanics of completing the amalgamation, it is the view of our counsel that it is desirable to transfer all the share certificates of Nordair into a trust account held by Stikeman, Elliott and voted by Innocan. To this end we would appreciate your executing the enclosed Power of Attorney and returning it to us at your earliest convenience. Upon receipt, Stikeman, Elliott will execute the Declaration of Trust (a copy of

which is also enclosed for your information) and return it to you. »

Le procureur de Québecair a demandé à la Commission d'interdire la continuation de cette opération, puisqu'il s'agirait d'une sollicitation de procurations faite en contravention de l'article 82 de la Loi. Selon son argumentation, si le porteur accepte cette proposition, il perdra son droit de recevoir les documents d'information relatifs à une assemblée des actionnaires et ne pourra, par le fait même, participer à la décision concernant la fusion CP Air/Nordair; il ne sera pas en mesure de se prononcer sur la fusion.

En réponse, le procureur d'Innocan oppose que Stikeman, Elliott a l'obligation de transmettre les documents d'information aux actionnaires, que l'opération proposée n'apporte aucune restriction au libre exercice de leur droit de vote et qu'ils conservent la faculté de révoquer à tout moment le transfert de leurs actions au nom de Stikeman, Elliott.

Or, sur ces trois points, les documents déposés à l'audience ne comportent aucune mention qui justifie l'interprétation donnée par le procureur d'Innocan. Au contraire, le silence de ces documents, dans certains cas, et leur contenu, dans d'autres cas, justifient à tout le moins un certain doute sur ces trois points.

D'autre part, la Commission n'a pas réussi à obtenir d'explications satisfaisantes sur la raison d'être de cette démarche. Qu'Innocan ait voulu par ce moyen identifier quels actionnaires étaient vraiment ses alliés, cela se peut, mais est-ce bien une justification suffisante pour l'immatriculation des actions au nom d'un mandataire? Cette démarche intervient dans le contexte d'une lutte pour obtenir les actions ordinaires de Nordair, à la suite de l'offre publique d'achat de Québecair. Elle paraît destinée à prévenir le succès d'une offre publique d'achat en rendant plus difficile aux actionnaires de déposer leurs titres en réponse à une offre. Si la Commission en venait à la conclusion que, par cette démarche, on a cherché à paralyser le mécanisme de l'offre publique d'achat, elle se devrait d'intervenir pour rétablir la protection mise en place par le législateur.

En l'espèce, la Commission pense que la protection des actionnaires est suffisamment assurée par l'engagement, souscrit par Innocan, de préciser dans une lettre aux actionnaires sollicités: 1° que les actionnaires qui accepteraient de faire immatriculer leurs actions au nom de Stikeman, Elliott recevront les documents relatifs à une assemblée des actionnaires, 2° que leur droit de vote ne subit aucune restriction du fait de cette immatriculation, 3° qu'ils conservent la faculté de révoquer à tout moment le transfert de leurs actions au nom de Stikeman, Elliott.

Pour le reste, la Commission ne retient pas l'argumentation de Québecair voulant que cette proposition constitue une sollicitation de procurations visée par l'article 82 de la Loi.

POUR CES MOTIFS, la Commission:

INTERDIT à Innocan, jusqu'au 1er mars 1986, toute activité en vue d'acquérir des actions ordinaires de Nordair détenues par les personnes à qui a été envoyée la lettre du 29 octobre 1985, si ce n'est dans le cadre d'une offre publique faite conformément aux règles prévues aux chapitres II et III du Titre IV de la Loi.

Cette décision remplace la décision n° 7545, rendue le 8 novembre 1985.

Objet: Groupe Pharmaceutique Focus Inc.

L'audience

La Commission a tenu audience le 10 décembre 1985 dans l'affaire Groupe Pharmaceutique Focus et Uniprix. Cette audience faisait suite à deux décisions de la Commission; dans la première (n° 7574 du 28 novembre 1985), elle interdisait au Groupe Pharmaceutique Focus et à ses dirigeants toute activité en vue d'une fusion avec Uniprix, et dans la seconde (n° 7575 du 29 novembre 1985), elle interdisait aux actionnaires d'Uniprix toute activité en vue d'une opération sur les actions d'Uniprix.

Au terme de l'audience, au cours de laquelle le Groupe Pharmaceutique Focus et Uniprix ont pu faire valoir leur point de vue, la Commission juge que l'information fournie aux actionnaires d'Uniprix a manqué de clarté, en particulier sur le point fondamental de savoir si la proposition faite aux actionnaires d'Uniprix était une fusion ou une offre publique d'achat. La Commission juge également que l'information fournie était incomplète et non conforme aux dispositions de la Loi.

La Commission relève qu'il ne pouvait s'agir d'une fusion, puisqu'il manquait un élément essentiel à la fusion: l'accord des deux conseils d'administration sur une convention de fusion, qu'ils doivent soumettre à leurs actionnaires respectifs selon les dispositions de la Loi visant la sollicitation de procurations. Elle estime que, d'après les documents déposés lors de l'audience, la proposition était plutôt une offre publique d'achat, mais faite en contravention de la Loi sur les valeurs mobilières.

MM. Paul Guy, Maurice Cusson et Pierre Dussault — Décision n° 7588, le 11 décembre 1985

Pour remédier à ce manque d'information, il faut d'abord que la Groupe Pharmaceutique Focus prenne partie en faveur de l'une ou l'autre de ces opérations, puis fournisse aux actionnaires d'Uniprix une information claire sur la proposition retenue. En particulier, la Commission rappelle au Groupe Pharmaceutique Focus et à ses dirigeants que, dans toute opération relative aux actions d'Uniprix, ils devront satisfaire aux obligations d'information prescrites par la Loi sur les valeurs mobilières.

En conséquence, la Commission

1° annule la décision n° 2089-I-85 datée du 22 novembre 1985 du chef du service de l'appel public à l'épargne accordant une dispense de prospectus à la société 144981 Canada Inc. (une filiale du Groupe Pharmaceutique Focus), vu le caractère incomplet de l'information fournie;

2° lève les interdictions prononcées dans les décisions n° 7574 et 7575 visant les opérations sur les titres du Groupe Pharmaceutique Focus Inc. et Uniprix.

Objet: Offre publique d'achat sur toutes les actions ordinaires de Nordair Inc. par Lignes Aériennes Canadien Pacifique, Limitée

L'audience a été tenue le 14 janvier 1986 à la suite d'une demande de Québecair datée du 7 janvier 1986, alléguant que l'offre publique d'achat de Lignes Aériennes Canadien Pacifique, Limitée (CP Air) sur toutes les actions ordinaires de Nordair contrevenait à la Loi sur les valeurs mobilières.

Les différents points soulevés dans la demande de Québecair peuvent être regroupés autour de deux questions:

1° l'existence d'une condition illégale qui entraînerait la nullité de l'offre;

2° l'omission de plusieurs informations importantes susceptibles d'affecter la décision des porteurs.

L'existence d'une condition illégale

CP Air a fait, en date du 19 décembre 1985, une offre publique d'achat sur toutes les actions ordinaires de Nordair; la contrepartie offerte est de 16,25 $ et trois bons de souscription d'actions de CP Air Ltée, ces bons pouvant être exercés à 7,00 $ si CP Air fait un appel public à l'épargne avec prospectus avant le 31 décembre 1988. La clôture de l'offre est fixée au 17 janvier 1986. CP Air s'engage à prendre livraison des actions déjà déposées et à les régler dès le 30 décembre 1985; pour les autres actions, elle s'engage à les régler le plus tôt possible. La note d'information indique que l'acquisition des actions de Nordair est soumise au contrôle du Comité des transports aériens et que l'interdiction de cette acquisition par le Comité emporte nullité.

Selon Québecair, le fait que l'acquisition peut devenir nulle par suite de la décision du Comité des transports aériens constitue une condition de retrait de l'offre qui n'est pas prévue par la Loi. L'article 126, qui énumère les conditions dont une offre publique peut être assortie, prévoit seulement qu'un initiateur puisse faire dépendre son obligation de prendre livraison des titres et de les régler d'une autorisation des pouvoirs publics, et non qu'une offre puisse être retirée une fois la prise de livraison et le règlement intervenus.

Il ne fait pas de doute que, dans la très grande majorité des cas, l'initiateur qui doit obtenir une autorisation des pouvoirs publics préférera faire son offre sous la condition de cette autorisation, de manière à ne pas courir le risque de devoir prendre livraison des titres et les régler dans le cas où elle serait refusée. C'est d'ailleurs pour lui éviter ce risque que l'article 141 lui accorde également la faculté de retarder de 90 jours la prise de livraison et le règlement des titres.

Cependant, CP Air a choisi de ne pas se prévaloir de ces possibilités: elle n'a pas fait son offre sous la condition de l'autorisation par les pouvoirs publics et elle n'a pas utilisé la prorogation de 90 jours. Elle a préféré faire une offre pure et simple à cet égard et courir le risque de prendre livraison des titres et de les régler avant de connaître la réponse du Comité des transports aériens. Il en résulte non pas que l'offre est faite sous condition, mais que l'acquisition des titres par suite de l'offre publique peut devenir nulle par l'effet de l'article 27 de la Loi nationale sur les transports (S.R.C. 1970, chap. N-17) si le Comité des transports aériens refuse de le reconnaître.

Il importe de bien distinguer la situation des 14 porteurs (représentant environ 44 % des actions ordinaires de Nordair) avec qui CP Air a conclu des conventions distinctes avant l'offre et celle des porteurs à qui l'offre est faite. Les premiers se sont expressément engagés, au cas d'un refus du Comité des transports aériens, à rendre à CP Air les fonds et les bons de souscription en contrepartie de leurs actions de Nordair. Dans le second cas, au contraire, les actionnaires qui déposent leurs actions ne s'engagent d'aucune façon à rendre à CP Air les fonds et les bons de souscription en cas d'un refus du Comité des transports aériens. Ils sont simplement informés de la possibilité d'un tel refus et de la nullité qu'il entraînerait. Dans une telle éven-

---

MM. Paul Guy, Roland Côté et Maurice Cusson — Décision n° 7624, le 21 janvier 1986

tualité, leur situation serait régie non par les stipulations contractuelles, mais par les dispositions légales applicables en cas de nullité d'un acte juridique. Il appartiendrait alors à CP Air de faire le nécessaire pour assurer, dans la mesure du possible, le rétablissement des parties dans leur situation initiale, en ayant recours aux tribunaux s'il le faut.

La question qui se pose, une fois que l'on a constaté que cette façon de faire n'utilise aucun des aménagements prévus par la Loi pour le cas où une autorisation des pouvoirs publics est nécessaire, c'est de décider si cela est incompatible avec la réglementation des offres publiques. Si rien n'autorise cette façon de faire, rien ne l'interdit non plus: que la Loi ait prévu certains aménagements pour l'initiateur qui doit obtenir une autorisation des pouvoirs publics, cela n'oblige sûrement pas l'initiateur à profiter de ces aménagements et cela ne lui interdit pas non plus de courir des risques qu'il pourrait éviter, aussi longtemps du moins que les risques ne sont pas imposés aux épargnants.

En l'espèce, les épargnants ont l'avantage d'avoir immédiatement les fonds et les bons de souscription à leur disposition, au lieu de devoir attendre un règlement éventuel qui ne viendrait qu'après la décision du Comité des transports aériens. Dans l'attente de cette décision, ils peuvent profiter du revenu produit par ces fonds et, le cas échéant, par celui provenant de la disposition des bons de souscription. L'initiateur a jugé que, pour procurer cet avantage aux porteurs, il devait courir le risque de subir tous les inconvénients qui résulteraient de la nullité de l'acquisition, en cas de refus d'approbation.

Quant au risque de gestion, c'est-à-dire le risque que CP Air transforme si profondément Nordair que, dans le cas où l'autorisation nécessaire serait refusée, les porteurs retrouvent des actions d'une société considérablement affaiblie, il faut voir que CP Air sera tenue, en cas de nullité, de procéder au rétablissement des parties dans la situation initiale et que si elle ne peut procéder, par son fait, à ce rétablissement, elle ne pourra tout simplement pas obtenir la remise des fonds et des bons de souscription.

Dans les circonstances, il n'y a donc pas lieu pour la Commission d'intervenir, puisque le montage de l'opération procure un avantage certain aux porteurs, sans leur imposer de risques indus. Cependant, un tel montage est exceptionnel et demeurera vraisemblablement exceptionnel, du seul fait que les risques sont généralement si grands pour l'initiateur qu'il refusera de s'engager dans une telle opération. Si des risques indus étaient imposés aux porteurs, la Commission n'hésiterait pas à intervenir pour imposer un montage différent, conçu en fonction des aménagements prévus par la Loi.

Les lacunes de l'information

Québecair a soulevé plusieurs lacunes de la note d'information. La plus grave de ces lacunes consiste en ce que l'information n'a aucunement été adaptée au caractère original de l'offre: on s'est contenté le plus souvent de décrire la situation qui ferait suite à une autorisation du Comité des transports aériens, comme dans un cas où l'autorisation interviendrait avant la clôture de l'offre. Il fallait également envisager la situation dans la période précédant la décision du Comité, ainsi que la situation dans la période ultérieure au cas où la décision du Comité serait négative, ces deux situations n'ayant pas à être considérées dans une offre faite selon la méthode habituelle. Cette lacune touche surtout les conséquences pour l'actionnaire d'une décision négative du Comité des transports aériens et les projets de CP Air quant au mode d'exploitation de Nordair.

En ce qui concerne les conséquences résultant d'un refus d'approbation du Comité des transports aériens, la note d'information rappelle la clause résolutoire stipulée dans les conventions intervenues avant l'offre avec 14 actionnaires et ajoute que CP Air « s'attend à prendre les procédures requises pour arriver à des résultats semblables avec les actionnaires de Nordair dont CP Air aura pris livraison des actions et qu'elle aura payées aux termes de la présente offre ». Interrogé par l'avocat de la Commission sur la nature de ces procédures, l'avocat de CP Air a précisé qu'on chercherait d'abord un arrangement à l'amiable, mais qu'on n'excluait pas la possibilité d'avoir recours aux tribunaux, qui trancheraient les questions de remise des parties en l'état initial en fonction du droit applicable dans chaque province. D'autre part, dans le cas où l'actionnaire devrait remettre à CP Air les fonds reçus, il n'est pas exclu que CP Air exige des intérêts, encore qu'elle y ait renoncé dans les conventions avec les 14 actionnaires.

Sous le titre « Contrats, ententes et arrangements », la note d'information traite notamment d'un engagement de CP Air d'indemniser les dirigeants de Nordair pour le manque à gagner subi à l'égard d'options dont l'émission avait été autorisée par le conseil d'administration de Nordair en mai 1985. Les options n'ont pu être attribuées aux dirigeants du fait qu'on n'avait pas obtenu de la Commission la dispense de prospectus nécessaire. La note d'information ne donne aucun détail sur les options initialement prévues et présente ainsi l'engagement de CP Air: « CP Air a actuellement l'intention de prendre les mesures appropriées et

légalement autorisées pour compenser ces dirigeants de Nordair, en argent ou de toute autre manière, pour la perte des avantages qu'ils auraient eus aux termes du régime initial. »

La formulation de la note d'information est très générale et ne donne notamment aucune idée de l'ordre de grandeur de cette indemnisation. Or, cette information est particulièrement importante pour permettre aux porteurs d'apprécier la circulaire du conseil d'administration de la société visée: si les dirigeants de Nordair doivent obtenir une indemnité de plusieurs centaines de milliers de dollars, les porteurs n'accorderont peut-être pas le même poids à leur recommandation que s'ils donnaient un avis tout à fait désintéressé.

Lors de l'audience, l'avocat de CP Air a plaidé que cette omission n'était pas trop grave, vu que l'information était donnée dans la circulaire du conseil d'administration, ce que contestait l'avocat de la Commission. Or, lors de pourparlers ultérieurs en vue d'apporter les modifications voulues, il a été découvert que la version anglaise que consultait l'avocat de CP Air, comportait sur ce point des précisions absentes de la version française, la seule qui ait été déposée auprès de la Commission. En tout état de cause, ces renseignements ne donnaient pas une idée suffisamment précise de l'ordre de grandeur de cette indemnisation éventuelle. En outre, rien n'autorise à omettre certains renseignements dans la note d'information au prétexte qu'ils feraient double emploi avec ceux qui sont présentés dans la circulaire du conseil d'administration de la société visée. Par ailleurs, il va de soi que les modifications apportées à la note d'information devront aussi être apportées à la circulaire du conseil d'administration.

Enfin, sur les projets de CP Air quant à la gestion de Nordair, la note d'information n'envisage que l'hypothèse d'une approbation par le Comité des transports aériens, ne disant rien de la période précédant la décision du Comité ni de la période ultérieure dans le cas où la fusion serait impossible. Ces renseignements sont nécessaires pour permettre aux actionnaires d'apprécier les risques qu'ils prennent en acceptant l'offre avant de connaître la décision du Comité.

Sur ces trois points, la note d'information ne fournit pas aux actionnaires une information suffisamment claire et précise. On remédiera à ces lacunes en apportant les modifications nécessaires, mais ces modifications ne seront d'aucun secours aux actionnaires qui ont déjà déposé leurs actions et reçu le règlement, du moins dans la mesure où ils n'auraient pas la possibilité de revenir sur leur décision. Dans un pareil cas, si l'information fournie ne répond pas aux exigences de la Loi, il est essentiel que les actionnaires aient l'opportunité de reconsidérer leur décision à la lumière de toute l'information à laquelle la Loi leur donne droit.

EN CONSÉQUENCE, ainsi qu'elle l'a communiqué aux parties le jour même de l'audience, la Commission:

1° Rejette la conclusion de Québecair voulant que l'offre de CP Air soit non conforme aux articles 126, 138 et 141 de la Loi en ce qu'elle aurait comporté une condition non prévue par la Loi;

2° Décide que la note d'information de CP Air ne contient pas toute l'information exigée par la Loi et le Règlement sur les points suivants:

a) les conséquences résultant de la nullité de l'acquisition des actions de Nordair par suite d'une interdiction prononcée par le Comité des transports aériens et les moyens que prendra CP Air pour rétablir les parties dans la situation initiale;

b) l'engagement pris par CP Air d'indemniser les dirigeants de Nordair pour la perte des avantages qu'ils auraient retirés d'options que Nordair comptait leur attribuer;

c) les projets de CP Air quant à la gestion de Nordair dans la période précédant la décision du Comité des transports aériens et dans la période ultérieure pour le cas où la fusion ne serait pas réalisée;

3° Exige que CP Air modifie sa note d'information de manière à y apporter les corrections nécessaires, prolonge son offre jusqu'au 27 janvier 1986 à 17 heures en accordant aux porteurs, y compris ceux qui ont déjà déposé leurs titres, qu'ils aient reçu ou non le règlement, un droit de révocation qu'ils pourront exercer jusqu'au 27 janvier 1986 à midi et qu'elle fasse parvenir la modification à tous ces porteurs.

2. Le marché des valeurs mobilières

— L'inscription

Objet: Pope & Company et Canelco Services Limited

L'audience

Le 14 août 1985, la Commission a convoqué le courtier Pope & Company à une audience publique en vue de déterminer les mesures à prendre en vertu des dispositions de l'article 265 de la Loi sur les valeurs mobilières, en alléguant que Pope & Company a transmis, à diverses reprises, des offres publiques d'achat et une offre publique d'échange

---

MM. Roland Côté et Harry J.F. Bloomfield — Décision n° 7511, le 1er octobre 1985

aux porteurs de titres de Canelco Services Limited, sans respecter les dispositions du titre IV de la Loi, relatives aux offres publiques.

L'audience a eu lieu le 19 août.

Résumé des faits

Pope & Company (« le courtier ») est membre de la Bourse de Montréal. Depuis quelques années, il n'est plus inscrit auprès de la Commission des valeurs mobilières du Québec, puisqu'il n'exerce plus son activité directement auprès des épargnants au Québec, n'y possède pas de place d'affaires et bénéficie de la dispense d'inscription conformément aux dispositions de la Loi sur les valeurs mobilières. Son bureau est situé à Toronto, et il est inscrit auprès de l'Ontario Securities Commission.

Canelco Services Limited (« Canelco ») est une société constituée en vertu de la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes, dont le siège social est à Calgary et le bureau principal à Montréal. Depuis la vente de sa filiale active à Hydro-Québec, en avril 1983, elle procède à la distribution de tout son actif à ses actionnaires.

Un premier dividende représentant environ les deux tiers de l'actif net fut versé en décembre 1983. Le 24 avril 1984, dans le rapport annuel pour l'exercice 1983, le président de la société réitérait l'intention de distribuer le résidu aussitôt que possible. Selon le bilan vérifié au 31 décembre 1983, l'avoir des actionnaires constitué en totalité d'actifs réalisables à court terme, s'élevait à 195,61 $ par action. Le 23 mai 1984, soit le lendemain de l'assemblée annuelle, le président de la société précisait qu'une distribution finale d'environ 200 $ par action serait faite avant la mi-1985.

Canelco compte 134 actionnaires inscrits, dont trois détiennent 77,35 % des actions émises. Les actionnaires minoritaires sont répartis à travers le Canada et à l'étranger; 40 résident au Québec. Jusqu'à récemment, il n'existait pas de marché organisé où négocier les actions.

Le 21 juin 1984, le courtier adressait la lettre suivante:

« To the Shareholders of Canelco Services Limited

For your information we wish to advise you that the current « over-the-counter » market for the shares of Canelco Services Limited is $50.00 bid.

At the time of writing we are prepared to pay this price on a net basis for a limited number of shares.

If you are interested in selling any or all of your shares, we would be pleased to hear from you. »

Le 10 janvier, le 6 mai, le 24 juin et le 18 juillet 1985, d'autres lettres suivirent, dans des termes essentiellement semblables ou au même effet, la seule distinction importante étant le prix offert, soit de 70 $, 105 $, 10 $ (ex-dividende), 13,75 à 14,25 $, respectivement.

Enfin, le 23 juillet 1985, le courtier offrait, sujet à confirmation, une action de Park Lawn Cemetery Company Limited en échange de chaque action de Canelco.

Les arguments de monsieur Pope

M. Pope affirme qu'il n'a jamais fait ni voulu faire une offre publique d'achat ou d'échange aux actionnaires de Canelco, comme l'allègue la Direction des affaires juridiques.

Il explique et justifie ses démarches en trois points:

1) Pope & Company offre un service régulier de marché hors bourse pour les actions d'un assez grand nombre de sociétés commerciales, industrielles et financières qui ne sont inscrites à la cote d'aucune bourse canadienne et qui ne sont pas négociées activement. Il distribue mensuellement une liste de cours à des courtiers et à certaines institutions.
2) Les lettres mentionnées auparavant n'ont été envoyées qu'à un nombre restreint de personnes, sélectionnées au registre des actionnaires de Canelco, excluant principalement les trois actionnaires majoritaires et les dirigeants. La liste d'adresses utilisée totalise environ 100 personnes, qui ne détiennent que 11,6 % des actions émises.

   Les transactions éventuelles auraient dans certains cas été faites en contrepartie pour un client intéressé, dans d'autres pour le compte même du courtier, puisque le prix offert était inférieur à la valeur de réalisation des actifs de Canelco et des dividendes de liquidation annoncés par la société.
3) Ces sollicitations ne constituaient qu'une offre conditionnelle d'achat en tant que courtier. Le texte correspondait aux us et coutumes de la profession et ne représentait en rien une O.P.A., qui est une offre d'achat ferme.

Les arguments du procureur de la Direction des affaires juridiques

Le procureur de la Direction des affaires juridiques a d'abord rappelé les principes énoncés à l'article 110 de la Loi:

« L'offre publique d'achat est une opération par laquelle une personne, appelée l'initiateur, offre

d'acheter pour son compte tout ou partie des titres d'un émetteur, appelé la société visée, en vue de prendre ou de renforcer une position dominante dans la société visée.

La position dominante se définit par la réunion dans une même main de plus de 20 % des titres de la société visée qui comportent des droits de vote ... »

L'article 114, qui traite de l'offre publique d'échange, est au même effet.

Malgré les explications fournies par le courtier, le procureur est d'avis que l'intention de celui-ci n'est pas suffisante, car ses écrits et les opérations susceptibles d'en résulter pouvaient amener un résultat fort différent.

Les lettres n'étaient pas adressées individuellement, mais « aux actionnaires », ce qui laisse croire aux récipiendaires qu'il s'agit d'une circulaire destinée à tous. S'il est exact que le texte contenait un libellé technique conditionnel de courtier indiquant un marché hors bourse, seule une personne avertie aurait pu comprendre qu'il ne s'agissait pas de ce que les épargnants connaissent être une offre publique d'achat. À tout événement, vu la très grande disparité entre les prix offerts ou indiqués par le courtier comparés à la valeur monétaire réelle des actions, surtout dans les trois premières sollicitations, le courtier aurait assurément acquis pour son compte toutes les actions offertes par quiconque, quel qu'en soit le nombre ou la source, ce qui aurait bien pu excéder le seuil des 20 %.

Quant à l'offre d'échange du 23 juillet 1985, nonobstant la déclaration de M. Pope à l'audience à l'effet qu'il entendait seulement en tirer un bénéfice dans une transaction double entre acheteurs et vendeurs de titres des deux sociétés, le procureur considère que la lettre est aussi ambiguë et il s'interroge sur le rôle de M. Pope qui est en même temps président de Park Lawn Cemetery Company Limited.

Enfin, dans l'alternative où la Commission accepterait les arguments de M. Pope, le procureur souligne que celui-ci a effectué du démarchage auprès d'épargnants au Québec, relié à l'activité d'intermédiaire dans des opérations sur valeurs et à des opérations de contrepartie sur valeurs, à titre accessoire ou principal, exerçant de ce fait l'activité de courtier en valeurs, au Québec, sans être inscrit auprès de la Commission.

Les observations de la Commission

La Commission veut bien croire M. Pope lorsqu'il déclare ne pas avoir eu l'intention de lancer une offre publique d'achat ou d'échange, et prend acte des gestes qu'il a posés comme mesures de précautions. Cependant, bien qu'il respectait la lettre de la Loi, elle croit qu'il se plaçait dans une position où il dérogeait à l'esprit de la Loi et risquait d'y contrevenir même par inadvertance.

D'autre part, elle est amenée à critiquer le comportement d'un courtier, s'affichant comme tel, qui place une cote de son propre chef à un prix de 50 $, voire même de 70 $, sachant très bien que la valeur monétaire réelle des actions se situe à 200 $ réalisable sous forme de dividende, comme le mentionnait le président de la société dans une lettre aux actionnaires le 23 mai 1984. Ce prix ne correspond en rien à un cours du marché, fût-il hors bourse. Le courtier a confondu ses rôles d'acheteur pour son propre compte et de courtier et, par là, il manquait à ses devoirs de fiduciaire envers les épargnants, clients éventuels, auxquels il s'adressait directement. Nous notons particulièrement que le courtier n'avait que peu ou pas de clients contrepartistes et qu'il entendait principalement acheter les actions pour son propre compte. D'ailleurs, sa publication mensuelle n'affichait pas le cours des actions de Canelco. Nous avons constaté avec soulagement l'insuccès des diverses sollicitations, dû sans doute à l'information continue que Canelco fournissait à ses actionnaires. Nous observons encore une confusion des rôles dans le cas de la dernière offre d'échange proposée.

La décision

Considérant que Pope & Company a exercé l'activité de courtier au Québec sans être inscrite auprès de la Commission, en sollicitant des épargnants à six reprises entre juin 1984 et juillet 1985 pour effectuer des opérations sur valeurs, telles que décrites précédemment, la Commission:

1° interdit à Pope & Company, en vertu des dispositions de l'article 265 de la Loi, toute activité reliée à des opérations d'achat ou d'échange sur les titres de Canelco Services Limited;

2° interdit à Pope & Company d'exercer l'activité de courtier au Québec sans obtenir auparavant l'inscription requise, sauf en ce qui concerne les opérations spécifiquement dispensées de l'inscription en vertu des dispositions du titre V de la Loi.

Objet: Jacques Forget et Publifor Inc.

Le 23 octobre 1985, la Commission convoquait la société Publifor Inc. et Jacques Forget à une audience publique afin de déterminer si ces personnes avaient commis des infractions à la Loi sur les valeurs mobilières en conseillant le public alors

---

MM. Paul Guy, Maurice Cusson et Pierre Dussault — Décision n° 7642, le 11 février 1986
Cette décision a été portée en appel devant la Cour provinciale.

qu'elles détenaient des titres des sociétés concernées et s'il y avait lieu de prendre contre elles les mesures prévues aux articles 264 à 266 de la Loi. Après plusieurs remises accordées à la demande de Publifor et de Forget, l'audience a été tenue les 28 et 29 janvier 1986.

I — Les faits

La convocation

Dans son avis de convocation, la Commission reprochait à Publifor d'avoir, entre janvier 1983 et avril 1985, effectué des opérations sur les titres de Dumagami Mines Ltd., Inca Resources Inc., Golden Tiger Mining Explorations Inc., Explorations Banque-Or Inc., International Verifact Inc., Silverside Resources Inc., Echo Bay Mines Ltd., et Minerais Barexor, alors qu'au cours de la même période, de nombreux articles avaient été publiés dans le journal Finance concernant ces sociétés. Quant à Forget, en plus d'opérations sur les mêmes titres que Publifor, il aurait fait au cours de la même période, des opérations sur les titres suivants: Lynx Canada Explorations, Golden Knight Resources, Goldcorp Investments Ltd., Amusecor Inc. et Minerais Lac Ltée. Au cours de cette période, de nombreux articles ont été publiés dans Finance sur ces sociétés, dont plusieurs sous la signature de Forget.

Les dispositions invoquées dans la convocation sont essentiellement le paragraphe 3° de l'article 156 de la Loi accordant une dispense d'inscription à titre de conseiller en valeurs à la personne qui conseille le public par l'intermédiaire des médias, « à condition qu'elle ne soit pas propriétaire de titres de la société concernée » et l'article 200, selon lequel constitue une infraction le fait, pour une personne non inscrite, de diffuser auprès des épargnants des renseignements visant à influencer leurs décisions d'investissement et d'en retirer un avantage distinct de sa rémunération normale.

La preuve

Publifor publie depuis octobre 1979, à titre de propriétaire et d'éditeur, un journal hebdomadaire du nom de Finance. Forget est dirigeant de cette société et détient 99,9 % des actions comportant droit de vote (pièce R-1 et document conjoint déposé à l'audience).

Au cours de l'audience, de volumineux documents ont été déposés en preuve. Ces documents retracent les opérations de Publifor et de Forget sur les titres mentionnés dans la convocation et regroupent les articles publiés dans Finance concernant ces mêmes titres. Des relevés de compte de Publifor et de Forget, déposés sous la cote R-4, représentent un cahier de plusieurs centaines de pages. Les cahiers déposés sous la cote R-2 et R-3 donnent une liste des opérations intervenues sur les titres en cause et ont été compilés à partir des relevés de compte du cahier R-4; ils permettent aussi de faire le lien entre les articles publiés dans Finance, réunis dans le cahier R-5, et la position de Forget et de Publifor sur les titres traités dans ces articles. Quant au cahier déposé sous la cote R-6, il présente pour chaque titre et chaque compte un tableau chronologique de l'ensemble des opérations.

Si l'on en croit le document déposé conjointement par Publifor et Forget, d'une part, et par la Direction des affaires juridiques, d'autre part, l'ensemble de ces pièces constituerait un relevé fidèle des opérations effectuées sur les titres en cause par Forget et par Publifor. Cependant, rien ne nous assure que Publifor ou Forget n'avait aucun autre compte ni que Publifor ou Forget n'était pas donneur d'ordres pour d'autres comptes ouverts au nom de tiers.

Au contraire, il semble plutôt assuré que certains comptes, ouverts à leurs noms ou au nom de tiers, manquent, ce qui expliquerait la réception de titres dans un compte sans indication de leur provenance. Par exemple, 420 000 bons de souscription de Goldcorp Investments Ltd. sont reçus dans un des comptes de Forget, le 23 juin 1983, sans indication de leur provenance. Une valeur de 1 386 000 $ a été attribuée à ces bons par la personne qui a compilé les données. Il en résulte que, dans le document R-6, le bénéfice ou la perte indiqué pour chaque compte n'est pas nécessairement un bénéfice ou une perte au sens comptable; il s'agit simplement du solde positif ou négatif des opérations effectuées dans un compte.

II — La question de l'inscription

A) L'exercice de l'activité de conseiller

La Loi prévoit l'inscription du conseiller en valeurs à l'article 148:

> « ... le conseiller en valeurs ne peut exercer son activité que s'il est inscrit à ce titre auprès de la Commission. »

Quant au terme conseiller en valeurs, on en trouve une définition à l'article 5 de la Loi; la partie pertinente de cette définition se lit:

> « toute personne qui en conseille une autre concernant l'acquisition ou l'aliénation de valeurs ou une participation à des opérations sur valeurs [...] »

Le conseil et l'information

Selon les prétentions de Forget et de Publifor, aucun des articles publiés dans Finance sur les titres

en cause ne constitue un « conseil » au sens de la Loi sur les valeurs mobilières. Celui-ci reproche à la Direction des affaires juridiques de prôner une notion si extensive du terme « conseil » que toute information publiée dans un journal financier deviendrait un conseil et que même le fait de passer sous silence un titre pourrait constituer un conseil. Cependant, si l'on fait exception de cette critique, leur avocat ne fournit guère d'explications sur le sens à donner au terme « conseil », sinon pour rappeler la définition du dictionnaire, sans toutefois la rapporter aux faits de l'espèce.

Nous sommes forcés de reconnaître que certains articles présentent des cas dans lesquels, même selon l'interprétation la plus restrictive, l'existence de conseils est évidente. En effet, à moins d'exiger l'emploi d'une formule sacramentelle ou la preuve de la mise à exécution pour reconnaître la réalité du conseil, on ne peut échapper à la conclusion que les articles en question constituent des conseils. En premier lieu, il s'agit de trois chroniques signées par Forget et présentées sous le titre fort éloquent: « Qu'est-ce qu'on achète, M. Forget? » (pièce R-5, pages J-85, J-116 et J-137). Celui qui pose cette question ne peut se soustraire à la conclusion qu'il conseille sur les titres à acheter. Cette conclusion s'impose avec plus de force encore lorsque la chronique coiffée de ce titre se termine par une recommandation on ne peut plus explicite, imprimée en capitales: « ACHETEZ À MOINS DE 35 $ POUR UN POTENTIEL DE GAIN DE 50 %. LE TITRE DEVRAIT DÉPASSER 50 $ L'AN PROCHAIN ... » (J-137). De même, une autre de ces chroniques (J-116) se termine par la recommandation suivante: « Campbell Resources: un titre à accumuler dès maintenant ».

Il faut rattacher à ce groupe d'articles d'une part un article intitulé « Les 12 favoris de FINANCE » (J-125), d'autre part une série de chroniques intitulées « Portefeuille FINANCE » (J-68 à J-74). Ces listes de titres, retenus parmi les favoris du journal ou inclus dans son portefeuille, valent recommandation pour le lecteur: le principe de sélection est précisément que l'auteur estime que les titres choisis constituent de bons placements et, donc, des placements à recommander.

Un autre article se rattache à ce groupe (J-126); son titre comporte notamment la mention « C'est le temps d'acheter » et le premier paragraphe indique: « Les spéculateurs et les investisseurs devraient en profiter, car une poussée des titres juniors suit toujours la première phase d'un marché haussier, entraînée par le rebondissement des plus gros titres. »

Cependant, le plus souvent, le conseil n'est pas aussi explicite: au lieu de recommander en termes exprès l'achat d'un titre, on en parle en des termes qui donnent clairement à entendre qu'il s'agit d'un bon achat. À la recommandation déjà mentionnée: « Achetez à moins de 35 $ pour un potentiel de gain de 50 %. Le titre devrait dépasser 50 $ l'an prochain ... » (J-137), comparons la formulation hypothétique suivante, sans recommandation explicite : « Le titre devrait passer de 35 $ à 50 $ l'an prochain ». L'absence de recommandation explicite ne suffit aucunement à faire disparaître l'incitation. D'ailleurs, la publicité, qui vise essentiellement un effet d'incitation, nous donne mille exemples de messages sans recommandation explicite.

Certains titres d'articles constituent de bons exemples de ce procédé. Ainsi, le titre suivant: « La hausse boursière a 1 an! Il est encore temps d'en profiter: voici dix titres sectoriels qui gagneront 50 % » (J-133). Un autre article, consacré à Mines Dumagami, indique dans le titre: « Les réserves devraient doubler ou tripler » (J-4). Un article qui porte sur le fait qu'une société doit annoncer au cours de la semaine suivante des résultats d'analyse a pour titre: « La découverte de Lynx-Canada Explorations à Hemlo pourrait relancer tout ce vaste camp minier » (J-17); la même semaine un autre article est titré: « Les résultats Lynx-Canada seront très importants » (J-18). Citons encore: « Golden Knight: les derniers résultats, un gisement digne des ligues majeures » (J-50A). Dans une même page, on trouve deux mentions de titres d'une même société: « Après le succès financier de Goldcorp les fonds aurifères se multiplient » et « Le warrant de Goldcorp: un effet de levier remarquable » (J-83); un mois plus tard, un titre comporte la mention: « Selon le modèle du « success story » Goldcorp » (J-85). Notons encore le titre suivant: « Le cours de l'or frappe à la porte de 500 $ US. L'indice des aurifères grimpera-t-il jusqu'à 10 000? » (J-110); cette question ne prend tout son sens qu'à la lecture du premier paragraphe qui rappelle que cet indice est sur le point d'atteindre la barre des 5 000 en janvier, alors que l'été précédent il avait touché un plancher de 1 300. Il arrive parfois que le titre aille plus loin que le contenu de l'article: le titre d'un article consacré à Mines Dumagami indique « Le programme est en avance et en deçà des coûts prévus » (J-3), alors que le corps de l'article ne dit rien sur la comparaison entre les coûts effectifs et les coûts prévus.

Quant au contenu des articles, il comporte souvent des mentions analogues à celles qui viennent d'être relevées dans les titres, dont l'effet est de « mousser » une valeur. Ainsi, dans un article portant sur l'annonce prochaine de résultats d'analyse, on lit: « Rejoint au téléphone par FINANCE dès mardi matin, le président de Lynx-Canada Explorations, M. Mike Watson, un brillant géologue auteur

de plusieurs découvertes minières au Québec et en Ontario, était enthousiaste. « Nous avons frappé la minéralisation que nous recherchions », a-t-il commenté. » (J-17). Un autre article sur le même sujet, dans le même numéro, dit que « tout est en place pour la confirmation d'une bonne découverte d'or: un minerai propice, une géochimie excitante et de fortes anomalies » (J-18). Pourtant, cette nouvelle semble avoir été prématurée, puisque, deux semaines plus tard, un sous-titre indique « Lynx-Canada: résultats pas si mauvais » (J-20); le texte de l'article comporte également le commentaire: « Mais il ne faut pas éliminer toute possibilité d'une découverte ». Pour décrire les découvertes, les articles recourent généralement aux superlatifs: « La découverte de Golden Knight Resources est la plus importante au Québec depuis plusieurs années » (J-39), « Tel que l'avait annoncé FINANCE dans la chronique Vancouver la semaine dernière, les derniers résultats de forage annoncés par Golden Knight Resources « sont absolument formidables » » (J-50A).

Enfin, dans le cas de la société Goldcorp, quelques articles donnent une explication non fondée du potentiel qu'on a attribué à ce titre. Goldcorp est une société d'investissement à capital fixe, c'est-à-dire une société dont l'activité consiste en la gestion d'un portefeuille de valeurs, comme une société d'investissement à capital variable, mais qui, à la différence de celle-ci, comporte un capital d'un montant fixe, divisé en actions qui se négocient sur le marché à un cours fixé en fonction de l'offre et de la demande. Alors que les actions d'une société d'investissement à capital variable sont rachetées par la société à la valeur liquidative, le cours des actions d'une société d'investissement à capital fixe peut fluctuer au-dessous et au-dessus de la valeur liquidative. Or, à quelques reprises, des articles laissent entendre que le cours de l'action, alors inférieur à la valeur liquidative, est appelé à monter puisque de telles actions comporteraient normalement une prime par rapport à la valeur liquidative (J-83, J-84, J-86). Or, l'expérience ne révèle au contraire aucune tendance de ces actions à comporter une prime. Voici ce qu'en dit l'édition 1985 du *Wiesenberger Investment Companies Service* (New York, Wiesenberger Financial Services, 1985, p. 19):

« *There is no fixed or constant relationship between the market prices of closed-end stocks and their underlying values. Shares may sell at premiums over asset values or at discounts from them. The premiums or discounts on any specific issue may fluctuate widely even within a single year.* »

Vu la masse imposante des articles réunis dans le cahier R-5, il n'y a pas lieu de décider dans chaque cas si l'article en question est constitutif ou non de l'activité de conseil; un bon nombre des articles retenus, surtout parmi les plus courts, ne font que rapporter une nouvelle, sans déborder le domaine de l'information. Par contre, dès le moment où un article est rédigé de façon à inciter le lecteur à acheter des titres de la société en cause, soit par une recommandation explicite, soit par la manière de traiter le sujet, il constitue l'exercice de l'activité de conseil. Sur cette question de la distinction entre le conseil et l'information, il importe de voir que la présence d'éléments d'information n'est aucunement incompatible avec le conseil, puisque le conseil se fonde généralement sur une information; cependant, le conseil comporte un caractère incitatif, absent de l'information pure. Que les conseils soient donnés par un organe d'information, cela ne change rien à leur nature. Une Cour d'appel américaine a affirmé avec force cette position, dans l'affaire *S.E.C.* v. *Wall Street Transcript Corporation*, 422 F. 2d 1371, 1378 (2d Cir. 1970):

« *Any investment adviser, including one engaged in the most nefarious of practices, offers « information » to his clients; and any such adviser might choose to present it in the guise of traditional newspaper format.* »

D'ailleurs, si l'on en venait à la conclusion qu'aucun de ces articles ne comporte de conseil, il faudrait se demander quels cas ont été visés par le législateur lorsqu'il parle, au paragraphe 3° de l'article 156 de la Loi, de « la personne qui, par l'intermédiaire des médias, conseille le public ».

L'avocat de Forget et Publifor a reproché l'absence de preuve quant à l'influence exercée sur les épargnants; aucun texte, ni l'article 148, qui prévoit l'obligation d'inscription pour le conseiller, ni l'article 156, qui établit des dispenses d'inscription, ni l'article 5, qui définit le terme conseiller en valeurs, n'exige une influence quelconque exercée sur les épargnants: on est conseiller du fait qu'on conseille, non du fait que les conseils qu'on donne sont suivis.

Les personnes qui ont exercé l'activité de conseiller

Après avoir établi qu'il y a eu exercice de l'activité de conseiller, il faut déterminer qui a exercé cette activité, afin de décider à quelles personnes incombait l'obligation de s'inscrire prévue à l'article 148 de la Loi.

Le paragraphe 3° de l'article 156 de la Loi établit une dispense d'inscription à titre de conseiller en faveur de « la personne qui, par l'intermédiaire des médias, conseille le public ... ». Ce texte n'a de sens que dans la mesure où, sans cette dispense, la personne qui, par l'intermédiaire des médias, conseille le public serait obligée de s'inscri-

re, car on ne crée pas de dispense pour une obligation inexistante. Il ne fait pas de doute que l'auteur de l'article est compris dans cette formulation. Les articles réunis dans le cahier R-5 ne sont pas tous signés de Forget; les autres auteurs ne sont pas visés dans la présente affaire, puisque la convocation ne les mentionne pas et qu'aucun reproche ne leur est fait. Cependant, abstraction faite de l'auteur, il faut voir d'une part que Publifor, en tant que propriétaire et éditeur du journal, se trouvait à conseiller le public par l'intermédiaire de ces articles, d'autre part que Forget, en tant que dirigeant et actionnaire détenant 99,9 % des actions de Publifor, se trouvait dans la même position, même pour les articles dont il n'était pas l'auteur.

Cette interprétation du paragraphe 3 de l'article 156 trouve une confirmation dans la formulation plus explicite de la dispense correspondante du *Securities Act d'Ontario* (R.S.O. 1980, chap. 466, art. 33, paragraphe d): « *a publisher of or any writer for any bona fide newspaper, news magazine or business or financial publication ... who gives advice ...* »

Le public conseillé

L'avocat de Forget et Publifor a plaidé qu'il ne pouvait y avoir atteinte à la protection des épargnants, vu le fait que le public de Finance constitue un public informé, averti, et que, de toute façon, les lecteurs vont consulter un courtier ou un conseiller dûment inscrit, qui sera en mesure d'assurer leur protection du fait qu'il connaît leur situation personnelle.

Sans se prononcer sur les connaissances et l'expérience du public de Finance, qu'il suffise de rappeler que la Commission a pour mission d'assurer la protection des épargants et que cette mission vise de façon particulière les épargnants les moins avertis. Or, même des gens dotés d'une excellente formation sont souvent tout à fait démunis en matière de valeurs mobilières. Aussi les autorités de réglementation ont-elles souvent insisté sur le fait que la conduite du conseiller devait s'apprécier en fonction du profane. Voici comment le professeur Loss, dans son traité *Fundamentals of Securities Regulation* (Boston et Toronto, Little, Brown and Co., 1983, p. 978), résume ce principe:

« *In announcing the adoption of the rule, the Commission stated that:*

« *it should be borne in mind that investment advisers are professionals and should adhere to a stricter standard of conduct than that applicable to merchants, securities are « intricate merchandise », and clients or prospective clients of investment advisers are frequently unskilled and unsophisticated in investment matters.* »

Accordingly, the cases stress that advisers' conduct « must be measured from the viewpoint of a person unskilled and unsophisticated in investment matters » ... » (notes omises)

En outre, l'intervention éventuelle d'un courtier ou d'un conseiller ne justifierait aucunement une dérogation à l'article 148, qui oblige le conseiller à s'inscrire à ce titre auprès de la Commission. Les seules dispenses de cette obligation qui sont prévues par la Loi sont énumérées aux articles 156 et 157.

B) La dispense d'inscription applicable aux médias

La raison d'être de l'inscription

L'obligation d'inscription pour le conseiller en valeurs trouve sa source dans une loi américaine de 1940 intitulée *The Investment Advisers Act*. L'objet de cette loi a été exposé par la Cour suprême des États-Unis, dans l'affaire *S.E.C.* v. *Capital Gains Research Bureau*, 375 U.S. 180, 186 (1963):

« *The Investment Advisers Act of 1940 was the last in a series of Acts designed to eliminate certain abuses in the securities industry, abuses which were found to have contributed to the stock market crash of 1929 and the depression of the 1930's [...] A fundamental purpose, common to these statutes, was to substitute a philosophy of full disclosure for the philosophy of caveat emptor and thus to achieve a high standard of business ethics in the securities industry.* »

Dans le cas du conseiller, l'un des principaux soucis du législateur était de faire en sorte que ses conseils soient entièrement désintéressés, inspirés par le seul intérêt de la personne conseillée. Il convient de mentionner à cet égard un extrait d'un rapport de la *Securities and Exchange Commission*, qui a conduit à l'adoption de la loi mentionnée plus haut (*Investment Trusts and Investment Companies, 76th Congress, 2d Session, House Document No. 477 (1939), p. 28*):

« *Broadly stated, the representatives felt that investment counsel organizations could not completely perform their basic functions — furnishing to clients on a personal basis competent, unbiased, and continuous advice regarding the sound management of their investments — unless all conflicts of interest between the investment counsel and the client were removed.* »

La déclaration imposée au conseiller inscrit

Le législateur québécois a manifesté la même préoccupation d'assurer aux épargnants une information impartiale, à l'abri des conflits d'intérêts. L'article 166 de la Loi exige en effet de la personne

inscrite qui fait une recommandation qu'elle déclare les droits qu'elle-même ou ses dirigeants possèdent sur les titres en cause. Cette disposition s'explique par la volonté de mettre en garde les épargnants dans le cas où un conseiller possédant des titres pourrait avoir un avantage personnel à recommander l'achat de ces titres et risquerait de faire prévaloir son intérêt sur celui de la personne conseillée. Ainsi mise en garde, la personne conseillée pourra apprécier la recommandation en toute connaissance de cause. En outre, le conseiller est soumis à un encadrement établi par la Loi; en particulier, l'inscription l'assujettit à des normes de probité, de compétence et de solvabilité.

L'abstention imposée dans le cas de la dispense prévue au paragraphe 3° de l'article 156

Sans doute pour ne pas imposer de contraintes à la presse, le législateur a établi, au paragraphe 3° de l'article 156, une dispense d'inscription en faveur de la personne qui, par l'intermédiaire des médias, conseille le public, mais il l'a assortie d'une condition stricte: « à condition qu'elle ne soit pas propriétaire de titres de la société concernée ».

Cette condition, plus rigoureuse que la déclaration imposée aux personnes inscrites, vise la même fin: assurer aux épargnants une information impartiale; la sévérité plus grande de cette condition tient au fait que l'emploi des médias permet de rejoindre un nombre beaucoup plus grand d'épargnants (il est admis, en l'espèce, que le journal avait, au 31 décembre 1985, un tirage de 30 632 copies; il rejoignait vraisemblablement un nombre encore plus grand d'épargnants). L'interdiction étant absolue, on évite ainsi non seulement la partialité, mais l'apparence même de partialité. En outre, cette interdiction vise à éviter l'utilisation d'informations privilégiées par les journalistes. Par leur métier, il sont amenés à rencontrer des dirigeants de sociétés, des analystes financiers et d'autres initiés, susceptibles de leur communiquer des informations qui ne sont pas encore connues du public.

L'application de la dispense en l'espèce

Le régime général établi par la Loi en ce qui concerne le conseiller est l'inscription auprès de la Commission. Les dispenses d'inscription constituent un régime d'exception, qui permet à certaines personnes d'échapper aux obligations qui leur seraient autrement imposées. Or, les dispositions d'exception s'interprètent de façon restrictive, comme le rappelle le professeur Pierre-André Côté dans son ouvrage *Interprétation des lois* (Montréal, Éditions Yvon Blais, 1982, p. 439):

> « Le principe voulant que les dispositions d'exception s'interprètent et s'appliquent de façon restrictive est souvent invoqué à l'égard de dispositions d'une loi qui dérogent aux principes que celle-ci énonce. »

La charge d'établir le droit à la dispense d'inscription incombe à celui qui l'invoque puisque l'inscription des conseillers constitue une politique législative instituée dans l'intérêt public.

L'avocat de Forget et Publifor n'a présenté aucun argument qui aurait justifié ses clients d'invoquer la dispense prévue au paragraphe 3° de l'article 156, si ce n'est qu'ils n'avaient pas exercé l'activité de conseiller. La Commission en étant venue à la conclusion qu'ils ont exercé l'activité de conseiller, il s'ensuit qu'ils tombent sous la règle générale de l'article 148 et qu'ils auraient donc dû s'inscrire, puisqu'ils ne remplissent pas la condition exigée par le paragraphe 3° de l'article 156, à savoir que l'intéressé « ne soit pas propriétaire de titres de la société concernée », ce qui n'est pas contesté.

La déontologie de la presse et la liberté de la presse

La contrainte imposée par le paragraphe 3° de l'article 156 pour assurer l'impartialité de la presse ne devrait pas être ressentie comme une exigence imposée de l'extérieur; spécialement dans le cas d'un organe de presse financière, elle devrait être librement acceptée, d'autant qu'elle se rattache naturellement aux règles de déontologie suivies par la presse. Un ouvrage du Conseil de presse du Québec, intitulé *Réflexions sur les droits et responsabilités de la presse* (sans lieu ni date), déposé lors de l'audience, établit la règle suivante (pièce R-9, p. 13):

> « Les entreprises de presse et les journalistes doivent éviter non seulement les conflits d'intérêts, mais aussi toute situation qui risque de les faire paraître en de tels conflits ... »

Dans le domaine de la presse financière, certaines entreprises se sont dotées de règles plus précises, de manière à prévenir les conflits d'intérêts. Lors de l'audience, l'avocat de la Direction des affaires juridiques a déposé une copie d'une directive établie par Dow Jones & Company (pièce R-8). Ce texte interdit notamment les opérations rapprochées d'achat et de vente d'un même titre, imposant une durée minimale de conservation de six mois. Il énonce également les deux règles suivantes (p. 13):

> « (ii) *No employee regularly assigned to a specific industry should invest, nor should his family, in any company engaged in whole or significant part in that industry.*

(iii) *No employee with knowledge of a forthcoming article, item or advertisement concerning a company or industry should, prior to the publication of such article, item or advertisement, invest or in any way encourage or assist any other person in investing in that company or companies in that industry ...*"

Compte tenu de ces règles de déontologie, qui conduisent au même résultat que la condition fixée par le paragraphe 3° de l'article 156, il est encore plus étonnant que l'avocat de Forget et Publifor ait invoqué la liberté de la presse, assurée par la Charte des droits et libertés, pour mettre de côté l'application de l'article 156 de la Loi.

D'abord, on doit se demander comment le paragraphe 3° de l'article 156, qui établit une dispense d'inscription, pourrait porter atteinte à la liberté de la presse. D'ailleurs, même une interprétation extensive de la notion de conseil, qui assimilerait à des conseils toute forme d'information, n'aurait aucunement pour effet de brimer la liberté de la presse: en effet, même dans cette hypothèse, la presse n'est aucunement brimée dans sa liberté, puisqu'elle n'est assujettie à aucun contrôle. La seule prérogative qui se trouverait restreinte serait le droit de propriété: le journaliste ou le propriétaire d'un organe de presse n'aurait pas droit de posséder des titres d'une société faisant l'objet de l'information diffusée.

La Commission n'a pas retenu cette notion extensive de conseil, mais elle note que les règles de déontologie mises en place par le Conseil de presse du Québec ou par Dow Jones s'appliquent même à l'information pure tandis que la restriction imposée pour bénéficier de la dispense ne joue que dans le cas de conseils.

Il a été proposé à la Commission, lors de l'audience, de préciser les règles applicables à la presse financière. La Commission ne souscrit pas à cette proposition, car il n'est aucunement établi que le manque de précision des règles ait joué un rôle quelconque dans la présente affaire. La règle posée par la loi, l'interdiction pour le journaliste ou l'éditeur de posséder des titres d'une société faisant l'objet de conseils, est d'une clarté transparente.

S'il y a lieu de préciser les règles applicables ou de les rendre plus sévères, cela incombe aux organes de presse eux-mêmes. Ainsi que le notait un rapport de la *Securities and Exchange Commission, Report of Special Study of Securities Markets, Part 1 (88e Congress, 1e Session, House Doc. No. 95, Pt. 1, (1963), p. 373):*

"*While inspections by the Government or by self-regulatory organizations may uncover an occasional instance, it is clear that those engaged in publishing recommendations must be the first line of public defense.*"

III — Les conflits d'intérêts, réels ou apparents

Les sociétés couvertes

Ainsi qu'on peut s'en rendre compte à la lecture des articles recueillis dans le cahier R-5, bon nombre des sociétés traitées sont des sociétés d'exploration minière. Le propre de ces sociétés est qu'elles ont généralement un actif réduit et prennent subitement de la valeur du fait d'une découverte. Contrairement aux titres de sociétés possédant un actif important, ces titres sont très volatils: la moindre nouvelle, la moindre rumeur est susceptible de provoquer des fluctuations importantes du cours. L'ampleur des fluctuations est favorisée dans bon nombre de cas par un cours peu élevé, à peine quelques dollars et parfois moins d'un dollar.

Des sociétés mentionnées dans la convocation, trois seulement ne sont pas reliées à l'exploration. Il s'agit en premier lieu de Goldcorp, qui est une société d'investissement, mais dont le portefeuille comprend des sociétés d'exploration, en plus de lingots d'or. Il s'agit ensuite d'Amusecor et d'International Verifact. Quant à la première société, elle a fait l'objet d'un placement dans le cadre du Régime d'épargne-actions;. l'émission avait été de 1,2 millions d'unités, formées d'une action ordinaire et d'un bon de souscription, au prix de 2 $ par unité (J-93). Or, les titres placés dans le cadre du Régime d'épargne-actions font l'objet de négociations restreintes, vu que bon nombre d'épargnants les conservent pendant plus de deux ans pour ne pas perdre la déduction fiscale à laquelle ils donnent droit, malgré le fait qu'il est possible de les remplacer par d'autres titres admissibles. Le marché de ce titre était donc passablement étroit, même si l'on tient compte de l'exercice des bons de souscription. Quant à International Verifact, il s'agit d'une société qui a placé, au début de 1984, une première émission auprès du public: un million d'actions, offertes au prix de 0,80 (J-96). Le titre présentait donc les mêmes caractéristiques que dans le cas d'Amusecor: marché étroit et cours peu élevé.

Les conflits d'intérêts

Ces faits étant posés, on doit établir le lien entre les opérations effectuées par Forget et Publifor et les articles publiés sur les mêmes titres dans Finance.

Pour bien apprécier le rapport entre les articles et les opérations, il faut savoir que la date de publication du journal, indiquée au haut de chaque

page, ne correspond pas à la date de diffusion: en effet, la date de publication est le lundi, alors que le journal est mis en distribution dès le samedi. Les abonnés le reçoivent en principe le lundi.

En premier lieu, il importe de souligner l'importance, dans plusieurs cas, des positions prises par Forget et Publifor sur les titres recommandés. Ainsi, dans le cas de Mines Dumagami, Forget publie sous sa signature, le 17 septembre 1984, un article dont le titre indique notamment: « Les réserves devraient doubler ou tripler » (J-4); il possède à cette époque 151 601 actions (R-2, p. 9). Le 3 décembre de la même année, au moment où un article paraît annonçant dans le titre: « Les travaux à Mines Dumagami devancent les échéanciers » (J-6), la participation de Forget est passée à 172 601 actions (R-2, p. 10) et celle de Publifor se chiffre à 10 000 (R-2, p. 94).

Dans le cas de la société Lynx-Canada Explorations, le 31 octobre 1983, Forget publie sous sa signature un article titré: « La découverte de Lynx-Canada à Hemlo pourrait relancer tout ce vaste camp minier (J-17); il possède alors 95 750 actions (R-2, p. 18). Le 20 février 1984, date de publication d'un article intitulé « Importante découverte de Lynx-Canada » (J-23), sa participation est descendue à 66 050 (R-2, p. 20).

Enfin, Goldcorp constitue le cas où Forget a accumulé le plus grand nombre de titres. Le 8 août 1983, Forget signe un article sur les fonds aurifères, dont le titre mentionne « Après le succès financier de Goldcorp » (J-83); l'article prétend que le titre, négocié avec une décote, devrait engendrer une prime par rapport à la valeur liquidative et il est accompagné d'un encart intitulé: « Le warrant de Goldcorp: un effet de levier remarquable ». À l'époque de la publication de cet article, Forget possède 958 300 bons de souscription de cette société (R-2, p. 51), qu'il a accumulés depuis le 7 juin précédent (ibid., p. 42-51). Cette participation représente près de 5,5 % des bons de souscription émis (au nombre de 17,5 millions, comme l'indique l'article reproduit en J-83).

Or, le journal ne comporte aucune mise en garde prévenant le lecteur que l'éditeur et les journalistes peuvent posséder des titres recommandés dans le journal ou faire des opérations sur ces titres. Sans doute, une telle mise en garde n'aurait pas suffi à assurer la conformité à la Loi, mais elle aurait tout au moins eu pour effet d'éviter que la bonne foi des lecteurs ne soit surprise. En effet, le lecteur attend d'un journal financier un degré d'objectivité, d'impartialité, qui ne peut exister ou, du moins, dont on ne peut être assuré dès lors que l'éditeur ou les journalistes détiennent des titres à l'insu du public et sont dans une situation où ils pourraient être tentés de faire prévaloir leur propre intérêt sur celui de leurs lecteurs. Or, cette information serait indispensable pour que l'épargnant soit en mesure de décider:

> « *whether an adviser is serving « two masters » or only one, « especially ... if one of the master happens to be economic self-interest* ». » (Cour suprême des États-Unis, *S.E.C. v. Capital Gains Research Bureau*, déjà cité, p. 196).

Compte tenu de l'importance, du nombre et de la diversité des opérations de Forget, les risques de conflits d'intérêts sont si nombreux et si graves qu'il devrait choisir entre le journalisme et la gestion de son portefeuille : en effet, on peut difficilement imaginer d'aménagements qui évitent les conflits d'intérêts sans apporter des restrictions sévères à sa liberté de manoeuvre soit dans son métier de journaliste soit dans la gestion de son portefeuille.

Le « scalp »

Un certain nombre d'opérations sont particulièrement troublantes: il s'agit de ventes effectuées dans les jours qui suivent la publication d'un article favorable, qui incitait les lecteurs à acheter le titre. Dans le cas de la société Lynx-Canada, la publication d'un article favorable (J-23) le 20 février 1984 est suivie, le jour même et le lendemain, de la vente de 21 200 titres (R-2, p. 20). Dans le cas de la société Golden Knight Resources, on assiste à deux ventes importantes à la suite d'articles: un premier article, daté du 27 février 1984 (J-34) et intitulé « Golden Knight: on parle déjà d'une mine », est suivi, dans les quelques jours suivants, d'un achat de 8 000 bons de souscription, puis de la vente de 50 000 bons (R-2, p. 25). Dès le début du mois suivant, un autre article favorable (J-35) est suivi d'un achat de 25 000 bons, puis de la vente de 93 000 bons dans les quelques jours suivants (R-2, p. 25-26).

Cependant, le cas de Goldcorp est encore plus inquiétant. Après avoir accumulé 958 300 bons de souscription du 7 juin au 8 août 1983, sans avoir consacré le moindre article à cette émission nouvelle, Forget publie sous sa signature, en date du 8 août 1983, un article déjà mentionné (J-83), qui comporte un encart consacré au bon de souscription, sous le titre « Le warrant de Goldcorp: un effet de levier remarquable ». Cet article cite une lettre financière qui avait écrit: « Donc si le titre de Goldcorp augmente de deux fois et demi (il cote présentement 8 $ — 8,50 $), le warrant aura quintuplé par rapport à son cours actuel de 4 $. » Les 15 et 16 août, Forget vend 18 300 bons (R-2, p. 51 et 52).

Le 22 août 1983, sous le titre: « La hausse boursière a 1 an! Il est encore temps d'en profiter: voici dix titres sectoriels qui gagneront 50 % », un article (J-84) comporte une recommandation de Goldcorp, introduite par le sous-titre suivant: « L'or et les aurifères: Goldcorp Investments (8,50 $, cible: 12 $) ». Le 12 septembre 1983, un autre article (J-85) paraît, dans la chronique « Qu'est-ce qu'on achète, M. Forget », avec le sous-titre: « Selon le modèle du « success story » Goldcorp »; il s'agit d'un article consacré à un autre fonds aurifère, mais qui traite aussi de Goldcorp. Du 14 septembre jusqu'au 29 octobre, Forget écoule quelque 402 400 bons (R-2, p. 52-55). Le 31 octobre, Finance publie un article intitulé « Goldcorp: les raisons de la baisse » (J-86). L'article explique que l'action se négocie avec une décote de 23 % par rapport à la valeur liquidative et rappelle que, récemment encore, les actions d'une société américaine du même genre comportaient une prime de 14 % par rapport à la valeur liquidative. La note est donc positive: « ... les actions Goldcorp ... possèdent un fort potentiel de hausse ». À la date de publication et dans les trois jours qui suivent la publication, Forget se départit de 264 700 bons.

Le 7 novembre 1983, Finance publie un autre article (J-87 bis), qui présente Goldcorp comme l'un des deux fonds aurifères recommandés par les spécialistes et rappelle que le titre comporte une décote de 23 % par rapport à sa valeur liquidative. Du 17 au 21 de ce mois, Forget vend 50 000 bons de souscription (R-2, p. 57). Par la suite, il continue à faire de nombreuses opérations sur ce titre. Le 11 juin 1984, un article de la série « Le portefeuille de FINANCE » paraît avec comme titre:

« Goldcorp affiche le gain le plus important » (J-90); cet article explique que les actions de Goldcorp ont pris 12,5 % en trois semaines, ce qui correspond selon le journaliste à un rendement de 216 % sur une base annuelle. Le 15 juin, Forget liquide les 25 400 bons qui lui restaient (R-2, p. 61).

Ces opérations sont voisines d'une pratique connue aux États-Unis sous le nom de *scalping* et expliquée ainsi dans le rapport de la *Securities and Exchange Commission* au Congrès (*Report of Special Study of Securities Markets* (déjà cité, p. 372):

« It is generally conceded by publishers and broker-dealers alike that any recommendations of an advisory service with a suitable circulation could have at least a short-term effect on a stock's market price. A broker-dealer, publisher, or employee of either, who knows of a pending recommendation, and then sells after the market price has felt its impact, is engaging in a practice known to Wall Street as 'scalping'. »

La Cour suprême des États-Unis, qui a condamné cette pratique dans l'affaire *S.E.C.* v. *Capital Gains Research Bureau* (déjà cité, p. 197), en expliquait ainsi les dangers:

« An adviser who, like respondents, secretly trades on the market effect of his own recommendation may be motivated — consciously or unconsciously — to recommend a given security not because of its potential for long-run price increase (which would profit the client), but because of its potential for short-run price increase in response to anticipated activity from the recommendation (which would profit the adviser). »

L'*Ontario Securities Commission* a eu à connaître de cette pratique, dans l'affaire K.H. Gregory (*OSC Bulletin*, 12 Nov. 1982, 424C, 427C); elle l'a jugée dans les termes suivants:

« Gregory does not appear to understand the rules and ethical standards of the securities market place. [...] he dissembled in the columns of the ML [Money Letter] by recommending the purchase of specific stocks at a time when, having already purchased the stocks, he did not disclose his intention to sell the shares as soon as the market reacted to his recommendation ... »

Par rapport à ces affaires, la pratique de Forget se distingue en ce qu'elle joue sur une plus longue période: alors que le « scalp » se joue habituellement sur quelques jours précédant et suivant la publication de recommandations, les opérations de Forget s'étalent souvent sur une période de quelques mois et comportent des intervalles parfois assez longs où des opérations sont faites sans lien apparent avec une recommandation. Cependant, l'étalement dans le temps ne change pas la nature de cette pratique, qui consiste à profiter de l'effet d'une recommandation pour faire des opérations; que les titres aient été acquis la veille ou six mois plus tôt n'importe pas.

Quant à la réalisation d'un profit, si elle peut servir à rendre plus évidente cette pratique, elle n'en constitue pas un élément nécessaire: pour qu'elle soit avérée, il suffit qu'une recommandation soit faite par quelqu'un qui possède une position lui permettant de tirer parti d'un effet éventuel de la recommandation sur le cours du titre, sans en informer les personnes auxquelles la recommandation s'adresse.

Le régime mis en place par le législateur, qui comporte la déclaration des titres possédés dans le cas du conseiller inscrit et l'abstention dans le cas des médias, vise précisément à empêcher de telles pratiques, reconnues par la jurisprudence comme frauduleuses et déloyales. La Cour suprême des États-Unis, dans l'affaire *S.E.C.* v. *Capital Gains*

Research Bureau (déjà cité, p. 201), se prononce ainsi:

"The high standards of business morality enacted by our laws regulating the securities industry do not permit an investment adviser to trade on the market effect of his own recommendations without fully and fairly revealing his personal interests in these recommendations to his clients.

Experience has shown that disclosure in such situations, while not onerous to the adviser, is needed to preserve the climate of fair dealing which is so essential to maintain public confidence in the securities industry and to preserve the economic health of the country."

Le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières

De cette considération des conflits d'intérêts et du « scalp », il ressort que les pratiques du genre de celles qui sont révélées dans la présente affaire sont de nature à miner la confiance des épargnants dans l'impartialité de la presse financière. Cette préoccupation se rattache à la règle, déjà évoquée à propos de la dispense d'inscription et de la déontologie de la presse, voulant que l'on évite les conflits d'intérêts, et même l'apparence de conflits d'intérêts. L'étude impartiale des valeurs par la presse financière constitue une contribution importante au bon fonctionnement du marché. Toute atteinte portée à cette impartialité nécessaire de la presse financière compromet la confiance des épargnants dans le marché et, partant, le bon fonctionnement du marché. Il incombe à la Commission d'intervenir en vue de rétablir la confiance des épargnants, dans le souci de « favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières » (art. 276 de la Loi).

IV — L'infraction prévue à l'article 200

L'article 200 dispose:

« Commet une infraction toute personne qui, n'étant pas inscrite comme courtier ou conseiller, diffuse auprès des épargnants des renseignements visant à influencer leurs décisions d'investissement et en retire un avantage distinct de sa rémunération. »

Bien que la preuve soit à plusieurs égards incomplète, la Commission a de fortes raisons de croire que certaines des opérations décrites plus haut tombent sous le coup de l'article 200.

On a fait grand état de ce qu'aucune preuve n'établissait que Publifor ou Forget avait diffusé des renseignements avec l'intention d'influencer leurs lecteurs. Cependant, une lecture attentive du texte montre que rien n'exige une telle preuve. En effet, l'article 200 ne parle pas d'une personne qui diffuse des renseignements en vue d'influencer les épargnants, mais d'une personne qui diffuse des renseignements « visant à » influencer les épargnants. L'élément de finalité ne s'applique pas à la diffusion des renseignements, mais aux renseignements diffusés: il doit s'agir de renseignements qui sont de nature à influencer les épargnants, susceptibles de les influencer, indépendamment de l'intention de celui qui les diffuse. Or, à la lumière de l'analyse faite au début de la décision, il ne fait pas de doute que les articles en question contenaient des renseignements visant à influencer les épargnants.

Le régime de preuve en matière pénale est défini par l'article 206 de la Loi, qui énumère les moyens de défense admissibles; l'absence d'intention ne fait pas partie de cette énumération.

Du reste, à supposer même que l'on doive faire la preuve d'une intention, celle-ci peut s'inférer de la façon de procéder. Les recommandations données sur des titres très volatils par une personne qui détient une position importante et qui vend des blocs substantiels dans les jours suivant la diffusion de la recommandation sont, jusqu'à preuve du contraire, des recommandations faites dans le but de stimuler la demande. Dans une affaire américaine, *SEC*. v. *Blavin*, 1983 Fed. Sec. L. Rep (CCH) No. 99,126, la Cour de district traite en ces termes de l'élément intentionnel dans des opérations de « *scalp* » (95,424):

"In Zweig v. Hearst, supra, the 9th Circuit presumed an intent to sell by the very fact of the columnist's trading activity, that is, buying the stock, recommending it to traders, and then selling it immediately thereafter. 594 F. 2d at 1266. There is no question but that the pattern of Blavin's activity creates an overwhelming presumption that this activity was intentional."

Enfin, signalons que l'article 200 n'exige pas la réalisation d'un profit. Sans doute, dans beaucoup de cas, l'avantage visé sera un profit, mais on peut très bien concevoir des cas où l'avantage en question serait le freinage de la chute d'un cours ou une légère augmentation de cours, qui aurait pour effet de réduire une perte eventuelle, ou encore une stimulation de la demande, entraînant un accroissement du volume à un cours donné.

Conclusion

La Commission estime que les faits mis à jour dans la présente affaire sont d'une telle gravité qu'ils justifient l'ouverture d'une enquête, en vertu de l'article 239 de la Loi, qui pourra conduire à des poursuites pénales.

La Commission en vient à la conclusion que Forget et Publifor ont, entre janvier 1983 et avril

1985, exercé l'activité de conseiller en valeurs, du fait de conseils publiés dans le journal Finance; qu'ils ne pouvaient, vu qu'ils possédaient des titres de plusieurs sociétés ayant fait l'objet de conseils dans le journal Finance, invoquer la dispense d'inscription prévue au paragraphe 3° de l'article 156, en sorte qu'ils étaient *dans une situation illégale*; qu'ils se sont livrés à des pratiques frauduleuses et déloyales en diffusant des conseils au sujet de titres, alors qu'ils possédaient des positions importantes sur les titres des sociétés concernées et qu'ils entendaient faire des opérations sur ces titres, à l'insu des lecteurs.

EN CONSÉQUENCE, la Commission:

Interdit à Forget et à Publifor, en vertu de l'article 265 de la Loi, pour une durée de deux ans, de faire, directement ou par personne interposée, toute opération sur un titre, sauf dans la mesure où aucun article traitant de la société concernée n'a paru dans le journal Finance dans le mois précédant l'opération et où Forget et Publifor déposent auprès de la Commission, chaque mois, une copie des relevés de tous les comptes, ouverts ou non à leur nom, pour lesquels ils donnent des ordres, étant entendu qu'ils doivent respecter la condition de la dispense du paragraphe 3° de l'article 156 qui leur interdit de conseiller le public au sujet de sociétés dont ils possèdent des titres.

— Les mesures conservatoires

Objet: Hampstead Energy International Inc. et Mark Joseph Schafer

L'audience

Cette audience, tenue le 8 juillet et continuée les 10 et 16 juillet, avait pour objet de considérer la demande des requérants de débloquer les fonds que la Commission avait bloqués par ses ordonnances n^os^ 7419, 7420 et 7421 du 12 juin 1985.

Le 6 mai 1985, par suite d'une plainte selon laquelle Hampstead Energy International Inc. (Hampstead) exploitait un « *boiler room* » dans la région de Montréal, la Commission instituait une enquête. Le 11 juin, elle interdisait à Mark Joseph Schafer (Schafer) ainsi qu'à Hampstead, ses dirigeants et ses employés, toute activité en vue d'effectuer le placement de titres. Puis, le 12 juin, elle signifiait les ordonnances de blocage à trois succursales de la Banque de Montréal.

MM. Paul Guy et Roland Côté — Décision n° 7443, le 31 juillet 1985

Les activités des requérants: constatations

Au cours de l'audience, la Commission a constaté que:

1° Schafer est le président et seul actionnaire de Hampstead, société constituée le 1^er^ avril 1985 *en vertu de la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes*, dont le seul établissement connu est situé au 300 du boulevard Laurentien, bureau 100, à St-Laurent.

2° Les requérants et leurs employés effectuent le placement de parts d'un programme de forage appelé « Sunburst Well # 1 », à être entrepris au Montana.

3° La sollicitation est faite par téléphone auprès de résidents des États-Unis, par l'entremise d'une quinzaine de vendeurs à commission.

4° Le placement de ces titres se fait sans qu'un prospectus soumis au visa de la Commission n'ait été établi, et sans que les requérants ou leurs employés ne soient inscrits comme courtier ou représentants.

5° Hampstead succède à Energy Research Group et United Energy Group Associates, sociétés qui exerçaient des activités similaires à partir de la Californie.

6° Il est admis que Schafer et ces sociétés ne pouvaient plus exercer leur activité aux États-Unis à cause d'interdictions, de mesures administratives et de procédures judiciaires, Schafer étant pourchassé d'un endroit à l'autre.

7° Schafer a aussi fait l'objet de procédures judiciaires en Ontario et au Québec.

8° Les registres et les documents comptables de Hampstead sont tout à fait inadéquats. Un comptable a dressé un tableau, à partir des bordereaux de dépôts bancaires et des chèques encaissés, qui montre qu'environ 199 850 $ U.S. et 104 035 $ Can. auraient été reçus de 28 souscripteurs, dont deux Montréalais, et que plusieurs débours étaient faits pour le compte personnel de Schafer.

9° Il semble que les divers comptes de banque (y compris un autre à la Banque Royale, non bloqué) aient été utilisés indifféremment.

10° La société Sunburst I a été formée officiellement vers le 8 juin 1985, au Montana. Aucune liste officielle des associés n'est disponible, mais selon les renseignements recueillis, environ 20 parts auraient été payées et quatre autres parts auraient été attribuées (à MM. Richard Viera et Joseph Wyzga) pour une contrepartie indéterminée, passée ou à venir.

11° Les documents d'information remis aux personnes sollicitées sont faux ou trompeurs en de nombreux éléments essentiels, notamment:

— l'emploi du produit du placement

— le coût du forage

— les ressources et l'historique de Hampstead

— l'expérience et les antécédents de ses dirigeants.

En outre, la présentation du « prospectus » laisse croire que le document a été déposé auprès de la S.E.C.

12° Il est admis que les contrats sont très mal rédigés et qu'ils ont été simplement copiés d'autres documents similaires disponibles, tout comme le « prospectus », et qu'ils n'ont pas été soumis à l'examen d'un avocat, ce qui constitue une négligence grave.

13° Les méthodes de vente décrites ne laissent aucun doute à la Commission qui détermine qu'elles sont celles d'un « *boiler room* » classique, à l'exception près qu'une partie des fonds recueillis a effectivement été affectée au forage (nombre de vendeurs au téléphone, achat de listes de spéculateurs, comptes très élevés d'appels téléphoniques interurbains, appels non sollicités, conseils pour la vente sous pression et projection de revenus).

14° La Commission n'a pas obtenu de réponse quand elle a demandé qui a payé les voyages de M. Wyzga aux bureaux de Schafer en Californie et à Montréal, ainsi que les voyages au Montana, en juin, de diverses personnes, dont deux souscripteurs qui ont voté pour l'élection de l'associé-gérant, bien qu'ils n'aient fait aucun versement sur leurs parts.

15° On n'a pas précisé la source ni l'utilisation des fonds prétendument personnels qui ont été bloqués, et ce n'est pas clair non plus selon les dossiers de la Commission.

L'argumentation

Le procureur des requérants a tenté de démontrer, sans toutefois nous convaincre, que les épargnants sont protégés, qu'il n'y a pas eu vente sous pression et que les opérations antérieures, aux États-Unis, n'étaient pas entachées de fraude.

À l'appui de la demande de déblocage, Schafer a proposé de bonifier la position des souscripteurs en leur attribuant les parts de la société non vendues (le nombre prévu étant de 35); en outre, il était prêt à payer la différence entre le solde dû au foreur, Western Reserve Inc., en vertu du contrat, et le solde au compte de banque principal de la société, à même les autres comptes « personnels ». Sans nier le caractère illégal de l'opération de placement, il suggère qu'il serait plus avantageux pour les épargnants de compléter le projet de forage que d'exiger le remboursement.

La conclusion

De l'avis de la Commission, toutes les règles visant à la protection des épargnants ont été bafouées, intentionnellement.

Maintenant, les requérants demandent à la Commission, au nom de l'objectif de la protection des épargnants, d'accorder aux porteurs une dernière chance, si imparfaite soit-elle. La Commission n'a pas de preuve satisfaisante que, même si le forage est effectué, les porteurs en retireront quelque bénéfice ou qu'ils pourront exercer valablement quelque recours. Nous ne croyons pas que cette solution soit acceptable.

La décision

Tenant compte de toutes les circonstances, la Commission décide de rejeter la demande des requérants.

Toutefois, considérant la nullité du placement, la Commission est d'avis que les sommes perçues devraient être remises aux souscripteurs. Dans cette optique, la Commission serait prête à considérer favorablement un déblocage des fonds en vue de leur remise aux épargnants au prorata des souscriptions.

Le dispositif de cette décision a été transmis verbalement aux requérants.

— Les organismes d'autoréglementation

Objet: Reconnaissance et agrément de bourses de valeurs aux fins de la Loi sur les valeurs mobilières et du Règlement

La Commission reconnaît aux fins des articles 58 et 59 de la Loi (L.R.Q., chapitre V-1.1) la Bourse de Montréal et The Toronto Stock Exchange.

La Commission reconnaît aux fins du paragraphe 1° de l'article 116 et du paragraphe 2° de l'article 147 de la Loi, la Bourse de Montréal, The Toronto Stock Exchange et The Vancouver Stock Exchange.

La Commission reconnaît aux fins de l'application du premier alinéa de l'article 163 de la Loi, la Bourse de Montréal et The Toronto Stock Exchange.

MM. Paul Guy et Maurice Cusson — Décision n° 7506, le 7 octobre 1985

La Commission reconnaît aux fins du paragraphe 4° de l'article 3 du Règlement la Bourse de Montréal et The Toronto Stock Exchange.

La Commission agrée aux fins de l'article 18 du Règlement la Bourse de Montréal.

La Commission reconnaît aux fins de l'application du deuxième alinéa de l'article 183 du Règlement, la Bourse de Montréal, The Toronto Stock Exchange et The Vancouver Stock Exchange.

La Commission reconnaît aux fins du paragraphe 3° de l'article 250 du Règlement la Bourse de Montréal.

La Commission reconnaît aux fins de l'article 251 du Règlement la Bourse de Montréal.

The Toronto Stock Exchange et The Vancouver Stock Exchange sont tenues d'aviser la Commission de toute modification de leur règlement interne et de leurs règles de fonctionnement concernant les offres publiques et les opérations de contrepartie.

La présente décision abroge les décisions n°s 6926 et 6927 du 13 septembre 1983.

3. Le fonctionnement de la Commission

— Règles de déontologie propres aux personnes qui exercent leurs fonctions sur une base temporaire

1. Les règles suivantes s'appliquent aux personnes qui ne sont pas membres de la fonction publique et qui exercent leurs fonctions sur une base temporaire. Il est interdit de:

   1° accepter une rémunération ou une gratification, sauf un présent de valeur modique, à titre de conférencier, de membre d'une tribune ou de rédacteur d'un document lorsque cela a un rapport direct avec ses fonctions;

   2° être dirigeant d'une société ayant fait appel publiquement à l'épargne au Québec ou d'une société inscrite conformément à la Loi;

   3° faire des opérations sur des contrats à terme;

   4° faire une vente de valeurs mobilières à découvert;

   5° acquérir des valeurs mobilières sur marge;

   6° faire des opérations sur des valeurs qui font l'objet d'une enquête de la Commission;

   7° sauf dans les cas de valeurs admissibles à un régime d'épargne-actions ou à un programme de dégrèvements fiscaux, ou de parts d'un fonds commun de placement ou d'actions d'une société d'investissement à capital variable, acheter ou souscrire des titres faisant l'objet d'une opération de placement durant les 60 jours qui suivent l'octroi du visa du prospectus définitif;

   8° acheter, souscrire ou vendre des titres à l'égard desquels un document a été déposé et fait l'objet d'un examen de la Commission ou d'une demande en vue d'une décision prévue par la Loi;

   9° acheter, souscrire ou vendre des titres qui font l'objet d'une offre publique à partir du moment où ce fait est connu de la Commission jusqu'au moment où il est rendu public par l'initiateur;

   10° acquérir une valeur qui est définie comme étant « spéculative » dans un prospectus déposé à la Commission sauf s'il s'agit d'une valeur visée au paragraphe 7°.

2. La personne qui désire faire une opération sur une valeur a l'obligation de s'assurer qu'elle ne contrevient pas aux paragraphes 6° à 10°.

3. Un titre acheté ou souscrit est conservé pour une période minimale de trois mois de la date de l'opération, sauf pour un titre mis dans un régime d'épargne-actions ou pour un titre obtenu dans le cadre d'un plan de réinvestissement de dividendes ou reçu dans le cadre d'une distribution de dividendes en actions.

4. Dans les cinq jours qui suivent une opération sur valeurs, une déclaration est remise au président.

5. La déclaration contient les renseignements suivants:

   1° la nom de l'intermédiaire;

   2° la désignation de la valeur;

   3° le nombre de titres acquis ou vendus;

   4° la date de l'opération;

   5° la valeur de l'opération.

Dans le cas de titres acquis dans le cadre d'un régime d'épargne-actions, il n'est pas nécessaire de donner le nombre de titres.

6. Il est également interdit à ces personnes de:

   1° solliciter ou accepter pour elles ou pour d'autres un avantage qui serait conféré à raison de leurs fonctions;

   2° utiliser à des fins personnelles ou dans le but d'en tirer un avantage les informations dont elles ont connaissance dans l'exercice de leurs fonctions;

   3° de publier un texte ou se prêter à une entrevue sur des questions concernant l'Administration sans obtenir l'autorisation préalable du Président de la Commission.

7. La sanction attachée à une dérogation à une règle consiste en une réprimande ou une destitution.

8. Dès son entrée en fonction, une personne exerçant ses fonctions sur une base temporaire remet au président un rapport donnant l'état de son portefeuille.

J'ai pris connaissance des règles de déontologie applicables aux personnes qui exercent leurs fonctions sur une base temporaire.

_____ _____

Date Signature

— Règles de déontologie applicables aux membres de la Commission et de son personnel

1. Un titre acheté ou souscrit par un membre de la Commission ou un membre du personnel est conservé pour une période de six mois, sauf dans le cas de l'exercice d'un bon de souscription ou de la vente d'un bon de souscription acquis à l'occasion de la souscription d'un autre titre.

Cette règle s'applique même dans le cas de titres admissibles au régime d'épargne-actions.

2. La déclaration exigée par l'article 256 du Règlement peut être faite dans un délai de cinq jours à compter de la réception de l'avis d'exécution.

3. Les interdictions applicables aux membres de la Commission ou de son personnel s'appliquent également aux opérations qu'ils peuvent effectuer par l'entremise ou au nom de personnes avec qui ils ont des liens.

4. Le président pourra dispenser les personnes visées des dispositions du paragraphe 1.

5. Ces nouvelles règles ne s'appliquent pas aux titres achetés ou souscrits avant le 1er janvier 1986.

Décision n° 7593
11 décembre 1985

Annexe IV

Statistiques sur l'activité des services de la Commission

1. Direction de l'information

Tableau I

Service de l'appel public à l'épargne

	1986	1985
Demandes de visas de prospectus	466[1]	421
Modifications de prospectus	37	29
Demandes de dispenses de prospectus	750	682
Offres publiques	77	74
Autres travaux ordinaires	225	207
Travaux spéciaux	54	42

1. Ce chiffre ne tient pas compte du regroupement dans un seul document du prospectus de plusieurs fonds gérés par un même gestionnaire, qui a entraîné une réduction de 58 dans le nombre des demandes de visa. Afin de permettre la comparaison avec les chiffres de l'exercice précédent, cette réduction n'a pas été prise en compte.

Tableau II

Service de l'information continue

	1986	1985
Information périodique		
Rapports annuels et états financiers annuels	1 400	1 108
États financiers trimestriels[1]	2 803	2 687
Circulaires de sollicitation de procurations	665	734
Dossiers d'information		
Constitution de dossier	78	106
Mise à jour	150	44
Déclaration d'initiés	13 025	11 300
Dispenses des obligations d'information périodique[2]	185	379
Divers		
Déclaration de fait important[3]	2 000	500
Interdictions: prononcé et levée[4]	402	158
Demandes de renseignements	500	450
Autres	68	14

1. Certaines catégories d'émetteurs assujettis sont dispensées de produire des états financiers trimestriels.

2. Les modifications à la Loi du 21 décembre 1984 et au Règlement du mois d'août 1985 ont fait en sorte que les demandes de dispense ont diminué en ce qui a trait aux prorogations des délais pour le dépôt d'états financiers et aux dispenses des états financiers des premier et troisième trimestres.

3. Si on tient compte de tous les communiqués de presse émis par les émetteurs assujettis, les chiffres de 1985 ont été sous-évalués.

4. La modification à la Loi de décembre 1948 a entraîné une modification de nos politiques concernant le respect des délais imposés par la Loi.

2. Direction de l'encadrement du marché

Tableau III

Dirigeants agréés par la Commission

Catégorie	Nombre de dirigeants Mars 1986	Mars 1985	Agréments	Cessations de fonctions
Courtiers				
• plein exercice	1 452	1 474	479	501
• d'exercice restreint				
exécutants	5	7	0	2
spécialisés en épargne collective	97	112	35	50
spécialisés en contrats d'investissement	33	31	17	15
spécialisés en plans de bourses d'études	9	16	4	11
autres[1]	183	105	800	2
Conseillers				
• de plein exercice	191	180	109	98
• d'exercice restreint[2]	59	81	7	29
	250	261	116	127
Total	**2 029**	**2 026**	**731**	**708**

1. Au 31 mars 1986, 105 d'entre eux exercent leurs fonctions pour le compte d'émetteurs-placeurs.

2. Au 31 mars 1986, 53 d'entre eux exercent leurs fonctions pour le compte de conseillers limités aux institutions financières et aux émetteurs assujettis.

Tableau IV

Représentants inscrits auprès de la Commission

Catégorie	Nombre de représentants Mars 1986	Mars 1985	Inscriptions	Radiations
Courtiers				
• plein exercice	1 983	1 936	342	140
• d'exercice restreint				
exécutants	11	9	6	0
spécialisés en épargne collective	641	252	373	379
spécialisés en contrats d'investissement[1]	69	59	31	22
spécialisés en plans de bourses d'études	125	103	85	94
émetteurs-placeurs	50	22	44	8
autres	122	114	36	25
	3 001	**2 494**	**917**	**574**
Conseillers				
• de plein exercice	142	115	42	15
• d'exercice restreint[2]	43	36	5	5
	183	**151**	**47**	**20**
Total[3]	**3 184**	**2 646**	**964**	**594**

1. Au 31 mars 1986, 40 d'entre eux exercent également en épargne collective.

2. Au 31 mars 1986, 38 d'entre eux exercent leur activité pour le compte de conseillers limités aux institutions financières et aux émetteurs assujettis.

3. Le total ne comprend pas les représentants dont les droits sont suspendus par suite de la cessation de leur activité, au nombre de 373 en mars 86 et de 511 en mars 85.

3. Direction des affaires juridiques

Tableau V

	1986	1985
Enquêtes		
sur ordonnance de la Commission	12	22
sans ordonnance de la Commission	76	53
Vérifications		
d'ordre général[1]	52	46
sur l'information privilégiée[2]	48	s.o.
Affaires pénales		
Plaintes déposées[3]	200	145
Jugements	50	39
Consultations		
Enquêtes et vérifications	58	45
Audiences	22	23
Analyses de dossiers	135	171

1. Les vérifications d'ordre général sont effectuées par suite d'une plainte ou d'une demande d'information.
2. Une analyse des opérations est faite de façon systématique lorsque les titres d'un émetteur assujetti au Québec font l'objet d'une offre publique ou lorsqu'un émetteur québécois annonce par voie de communiqué de presse une nouvelle importante pouvant influencer le cours de ses titres.
3. Il s'agit du nombre de chefs d'accusation contenus dans les plaintes.

4. Service des Communications

Tableau IV

	1986	1985
Demandes téléphoniques	5 926	3 109
Demandes écrites	858	502
Demandes faites sur place	300	177
Demandes de publications	1 300	1 205
Total	**8 384**	**4 993**

5. Décisions de la Commission

	1986	1985
Nombre de décisions	349	265